

Marketingprobleme im Investmentwesen

Dargestellt an der Konkurrenzsituation
der deutschen und amerikanischen Fonds

Peter Penzkofer

1967

Marketingprobleme im Investmentwesen

**Dargestellt an der Konkurrenzsituation
der deutschen und amerikanischen Fonds**

Inaugural-Dissertation

**zur Erlangung der Doktorwürde
einer Hohen Staatswirtschaftlichen Fakultät
der Ludwig-Maximilians-Universität
zu München**

vorgelegt

von

Peter Penzkofer

1967

Marketingprobleme im Investmentwesen

Dargestellt an der Kontraststellung
der deutschen und amerikanischen Fonds

Inaugural-Dissertation

zur Erhebung der Doktorwürde
einer Höheren Staatswissenschaftlichen Fakultät
der Ludwig-Maximilians-Universität
zu München



Referent: Prof. Dr. O. Hintner

Korreferent: Prof. Dr. Louis Perridon

Tag der mündlichen Prüfung: 18. Dezember 1967

Peter Benzkofer

Inhaltsverzeichnis

Seite

Vorwort

A. Begriff und Wesen der Investmentgesellschaft	1
I. Der Begriff der Investmentgesellschaft	1
II. Die Abgrenzung der Investmentgesellschaften gegenüber anderen Effektaussubstitutionsgesellschaften	4
1. Die Kontrollgesellschaft	5
2. Die Effektausübernahmgesellschaft	6
III. Überblick über die geschichtliche Entwicklung der Investmentgesellschaften in Deutschland und den USA	6
IV. Die rechtliche Gestaltung der Kapitalanlagegesellschaften in den USA und Deutschland	13
1. Der Gesellschaftstypus	14
2. Der Vertragstypus	14
a) Die Miteigentumslösung	15
b) Die Treuhandlösung	16
c) Der Vertragstyp in den USA	17
3. Die Flexibilität des Managements als Einteilungskriterium für Investmentgesellschaften	18
B. Zielgruppen im Investmentwesen	21
I. Ziele der Investmentgesellschaften	22
1. Optimierung der Eigenkapitalrentabilität	22
2. Die Sicherung der Liquidität	23
3. Wirtschaftliche Macht und Investmentgesellschaften	31

	Seite
II. Ziele der Investmentsparerer	36
1. Information und Investmentanlage	36
2. Die monetären Ziele des Investmentsparers	38
a) Einkommen- oder Wachstumstreben	38
b) Liquidierbarkeit	39
C. Das absatzpolitische Instrumentarium der deutschen und amerikanischen Investmentfonds	40
I. Absatzmethoden im Investmentwesen	45
1. Der Leistungsbegriff und die Marktform im Investmentwesen	45
2. Ein Vergleich der Absatzmethoden der deutschen und amerikanischen Investmentgesellschaften auf dem deutschen Markt	49
a) Die Funktionsausgliederung bei den amerikanischen Investmentgesellschaften	50
b) Die Vertriebsformen der amerikanischen Gesellschaften in Deutschland	54
ba) Vergabe des Alleinvertriebsrechtes	60
bb) Absatz über verschiedene Vertriebs- und Handelsorganisationen	63
1) Der Absatz über mehrere Vertriebsorganisationen für Investmentzertifikate	63
2) Der Absatz von Zertifikaten über die Außenorganisationen von Versicherungen	64
3) Die Zusammenarbeit mit sonstigen Vertriebs- und Handelsorganisationen	66
bc) Die Kooperation mit dem deutschen Bankwesen	68
c) Die Vertriebsmethoden der deutschen Investmentgesellschaften	71

	Seite
ca) Die Organisationsform der deutschen Kapitalanlagegesellschaften	71
cb) Der Vertrieb über das Zweigstellennetz der Kreditinstitute	72
cc) Die Kooperation zwischen deutschen und amerikanischen Investmentgesellschaften	73
cd) Die Zusammenarbeit mit branchenfremden Institutionen	75
3. Zusammenfassung	76
II. Die Sortimentspolitik der Investmentgesellschaften	77
1. Der Begriff der Sortimentspolitik	77
2. Die Sortimentsbreite der Kapitalanlagegesellschaften	78
a) Die Wertpapierausstattung des Portefeuilles als Einteilungskriterium	78
b) Die Klassifizierung der Sortimentspolitik nach den Anlagezielen	79
ba) Die Maximierung der Kapitalgewinne	79
bb) Wachstumsfonds	88
bc) Fonds zur Einkommenserzielung	89
c) Die Ausschüttungspolitik als Einteilungskriterium	89
ca) Akkumulierende Fonds	89
cb) Fonds mit Ertragsausschüttung	91
d) Spezialfonds	92
da) Die branchenmäßige Risikostreuung	93
db) Fonds mit geographischer Risikoverteilung	94
dc) Sonstige Formen	96
3. Zusammenfassung	97

	Seite
III. Die Produktgestaltung der Investmentgesellschaften und die Gebühren für den Anleger	100
1. Das Volleinzahlungsprogramm	101
2. Die Sparprogramme	105
a) Der Average-Effekt der Sparprogramme	105
b) Der voluntary plan	109
c) Der contractual plan	110
3. Der Versicherungsschutz für Sparprogramme	116
4. Der Auszahlungsplan	118
5. Sonstige Produktvariationen	119
6. Zusammenfassung	121
IV. Die Wertzuwachsrate im Investmentwesen - Werbemittel und Maßstab für die Effizienz des Managements	122
1. Die preispolitischen Möglichkeiten einer Investmentgesellschaft	123
a) Der Begriff der Preispolitik	123
b) Die preispolitischen Grenzen eines Investmentfonds	124
2. Umfang und Ursachen der unterschiedlichen Zuwachsraten im deutschen und amerikanischen Investmentwesen	126
a) Ein Wachstumsvergleich zwischen deutschen und amerikanischen Fonds	126
b) Die Börsenlage in den USA und Deutschland während der Jahre 1957 - 1966	135
c) Die Bedeutung der Unternehmensführung für eine Investmentgesellschaft	135
ca) Die Verknüpfung der Investmentgesellschaften in der BRD mit dem deutschen Bankwesen	135
cb) Die Bedeutung der Kapitalmarktstruktur für die Tätigkeit von Investmentgesellschaften	140

	Seite
3. Die Wertzuwacheraten als Werbemittel einer Kapitalanlagegesellschaft	143
4. Zusammenfassung	146
D. Marketing von Investmentgesellschaften - eine abschließende Betrachtung	147
Abkürzungsverzeichnis	
Literaturverzeichnis	

Vorwort

=====

Die vorliegende Arbeit befaßt sich mit der Marketing-Konzeption von Investmentgesellschaften.

Ausgehend von der Konkurrenzsituation der deutschen und US-amerikanischen Fonds in der BRD wird die Frage untersucht, wie sich das absatzpolitische Instrumentarium einer Kapitalanlagegesellschaft zusammensetzt, welche Probleme und Beschränkungsfaktoren bei seinem Einsatz auftauchen. Im größeren Rahmen betrachtet wird versucht, einen Beitrag zum Marketing von Dienstleistungsunternehmen zu liefern. Es handelt sich hierbei um ein Gebiet, das in der deutschen und amerikanischen Literatur kaum behandelt worden ist. Diesem Vorhaben entsprechend wurden Fragen rechtlicher und steuerlicher Natur nicht berührt, sondern nur an geeigneter Stelle die hierfür infragekommende Literatur angegeben.

Die in der Arbeit geschilderten empirischen Tatbestände wurden durch zahlreiche Interviews und schriftliche Befragungen von Geschäftsführern deutscher und amerikanischer Investmentgesellschaften gewonnen. Allen Beteiligten sei an dieser Stelle herzlich gedankt.

Herrn Prof. Dr. Hintner darf ich meinen Dank für die Überlassung des Themas aussprechen.

Ebenso bin ich meinen Kollegen am Betriebswirtschaftlichen Institut der Universität München für mannigfaltige Anregungen, die sich aus Diskussionen mit ihnen ergaben, zu Dank verpflichtet.

Die Arbeit wurde am 30. September 1967 abgeschlossen.

A. Begriff und Wesen der Investmentgesellschaft

=====

I. Der Begriff der Investmentgesellschaft

In der Fachliteratur gibt es eine Vielzahl von Begriffsvarianten, die jedoch - einzeln betrachtet - nur selten dem vielschichtigen Aufgabenbereich einer Investmentgesellschaft gerecht werden. Es herrscht keine Einigkeit darüber, welche Elemente bei einer Definition des Begriffs zu berücksichtigen sind.

So wird von Liefmann die Beteiligungsfunktion in den Vordergrund gestellt, wenn er schreibt: "Es werden Effekten verschiedener Unternehmungen oder öffentlicher Körperschaften erworben und auf diesen Besitz hin Anteile an einer besonderen Beteiligungsgesellschaft ausgegeben. Man nannte die erste Erscheinungsform derartiger Gesellschaften Investment Trusts; ich bezeichne sie als Kapitalanlagegesellschaften."¹⁾

Daß er selbst diese Definition nicht als umfassend ansieht, geht daraus hervor, daß er an anderer Stelle die Risikovorsorge in den Vordergrund stellt. Denn er bezeichnet Investmentgesellschaften auch als "Kapitalanlagegesellschaften, die ausschließlich den Zweck verfolgen, durch Erwerbung verschiedener, schon bestehender Effekten eine Risikoverteilung herbeizuführen".²⁾

Seischab richtet seine Begriffsbestimmung nach einem Motiv aus, das zur Gründung von Investment-Trusts führt und nennt sie Kapitalwertsicherungsbetriebe. Er kommt zu folgender Definition: "Investment-Trusts sind Betriebe, die zum Nutzen von Investoren, zum Zwecke der Kapitalwertsicherung der investierten Kapitalien,

1) Liefmann, R.: Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, 5. Aufl., Jena 1931, S. 104; ders.: Effektersubstitution, in: ZfB 1931, S. 489 ff.

2) Liefmann, R.: Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, a.a.O., S. 167.

ein Wirkungsgesamt an Kapitalwerten aufbauen und unterhalten."³⁾

Er führt aber auch aus, daß es zur Aufgabe einer solchen Gesellschaft gehört, eine fortdauernde, gleichbleibende oder ansteigende Rendite zu erzielen.⁴⁾

Kapitalwertsicherung und Renditeerzielung sind also die beiden Begriffsmerkmale in der Definition der Investment-Gesellschaft bei Seischab. Er mußte - auch unter Bezug auf seine eigene Definition - selbst feststellen, "daß die Investment Trust-Literatur des In- und Auslandes die notwendige begriffliche Klarheit über die Art Investment Trust noch nicht gebracht hat".⁵⁾

Die umfassendste Definition in der Literatur über das Investmentwesen dürfte Kawan geben, der sich eng an die Ausführungen von Bruppacher⁶⁾ und Hügi⁷⁾ hält:

"Eine Investment-Gesellschaft ist eine der gemeinschaftlichen Kapitalanlage dienende Investition privatrechtlicher Natur, welche im ausschließlichen Interesse des jeweiligen Anlegerkreises die von diesem aufgebrachten Mittel, sofern sie nicht in liquider Form unterhalten werden, nach dem Prinzip der Risikostreuung in Wertpapieren anlegt und diese im Sinne eines treuhänderischen Auftrages verwaltet. Hierbei wird zwar außer einer angemessenen

3) Seischab, H.: Investment Trusts, Versuch einer Theorie und Systematik der Kapitalwertsicherungsbetriebe, Stuttgart 1931, S. 11 f.

4) Vgl. Seischab, H., a.a.O., S. 36.

5) Vgl. Seischab, H., a.a.O., S. 6. Vgl. außerdem an weiteren Definitionen: Goldschmidt, R.F.: Investment-Trusts in Deutschland, Diss. Heidelberg 1932, S. 1 ff.; Linhardt, H.: Die britischen Investment Trusts, Berlin-Wien 1935, S. 17.

6) Vgl. Bruppacher, C.R.: Investment Trusts, Diss. Zürich 1933, S. 33.

7) Vgl. Hügi, B.: Der amerikanische Investment-Trust, Diss. Bern 1936, S. 17.

Verzinsung der investierten Kapitalien auch eine höchstmögliche Steigerung ihres Wertes angestrebt, von einer über den Zweck der reinen Kapitalanlage hinausgehenden Einflußnahme auf die Emittenten der betreffenden Effekten jedoch bewußt abgesehen."⁸⁾

Die Untersuchung der einschlägigen Gesetzestexte liefert keine befriedigende Definition für den Begriff der Kapitalanlagegesellschaft.⁹⁾

So führt das deutsche Gesetz über die Kapitalanlagegesellschaften folgendes aus:

"Kapitalanlagegesellschaften sind Unternehmen, deren Geschäftsbetrieb darauf gerichtet ist, bei ihnen eingelegtes Geld in eigenem Namen für gemeinschaftliche Rechnung der Einleger nach dem Grundsatz der Risikomischung in Wertpapieren gesondert von dem eigenen Vermögen anzulegen und über die hinaus sich ergebenden Rechte der Einleger (Anteilinhaber) Urkunden (Anteilscheine) auszustellen."¹⁰⁾

Die amerikanische Börsenaufsicht, die Securities and Exchange Commission¹¹⁾, versteht unter Investment-Gesellschaften "Companies, in which a number of investors have pooled their resources to

8) Kawan, A.: Marktforschung, Absatzpolitik und Werbung als betriebswirtschaftliche Hauptprobleme einer Investment-Gesellschaft, Diss. München 1958, S. 2.

Streng genommen handelt es sich hierbei nicht um eine Darlegung des Begriffs der Investmentgesellschaft. Denn das Wesen des Begriffs wird vornehmlich durch Abstraktion bestimmt. Bei der Definition von Kawan liegt vielmehr eine vollständige und umfangreiche Beschreibung der Wesenszüge einer Investmentgesellschaft vor.

Vgl. hierzu auch Hoffmeister, J.: Wörterbuch der philosophischen Begriffe, 2. Aufl., Hamburg 1955, S. 107.

9) Im folgenden Zitierweise: KAG.

10) § 1 Abs. 1, Satz 1 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften vom 16. April 1957 (BGBl. I, S. 378) in der Fassung vom 6. September 1965 (BGBl. I, S. 1185). Zitierweise im folgenden: KAGG.

11) Im folgenden Zitierweise: SEC.

engage in the business of investing, reinvesting and trading in securities of various types".¹²⁾

Diese Definition ist eng angelehnt an die Bestimmungen des Investment Company Act Sec. 3 a.¹³⁾

Angesichts der Vielfalt der vorliegenden Begriffe soll hier nicht der Versuch gemacht werden, dieser Reihe eine neue Definition hinzuzufügen. Wir legen deshalb dieser Arbeit die Begriffsbestimmung von Kawan zugrunde.¹⁴⁾

II. Die Abgrenzung der Investmentgesellschaften gegenüber anderen Effektensubstitutionsgesellschaften

Unter dem Begriff der "Effektensubstitutionsgesellschaft"¹⁵⁾ faßt Liefmann alle Gesellschaften zusammen, die Wertpapiere emittieren, um mit dem erhaltenen Kapital andere Effekten zu erwerben. Das Wesen der Effektensubstitutionsgesellschaft ist gekennzeichnet durch die Beteiligung an anderen Unternehmen, wobei sie sich für den Erwerb derer Effekten die Mittel ihrerseits durch die Ausgabe von Aktien oder Obligationen beschafft.

11) Im folgenden Zitierweise: SEC.

12) Report of Special study of securities markets of the Securities and Exchange Commission Part 4, Washington D.C. 1963, S. 96. Im folgenden Zitierweise: Special study 4.

13) Vgl. Investment Company Act of 1940 as amended March 31, 1961, Im folgenden Zitierweise: ICA.

14) Vgl. S. 3.

15) Liefmann, R.: Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, a.a.O., S. 97.

Die Investmentgesellschaften unterscheiden sich demnach nicht im Hinblick auf ihre organisatorische Gestaltung, wohl aber durch eine abweichende Zielsetzung von den übrigen Effektensubstitutionsgesellschaften.¹⁶⁾

1. Die Kontrollgesellschaft

Zweck der Kontrollgesellschaft (Holding Gesellschaft) ist die aktive Einflußnahme auf die Gesellschaften, deren Wertpapiere sie besitzt. Im Gegensatz zur Investmentgesellschaft kann von einem primären Interesse an der Kapitalwertsicherung nicht gesprochen werden. Die Holding-Gesellschaft verfolgt eine Beteiligung "im Sinne eines tätigen Interessiertseins an den einzelnen Unternehmungen unmittelbar in kontrollierender Weise, eventuell durch Aufoktroieren des der Haltegesellschaft eigenen Willensimpulses".¹⁷⁾ Der Unterschied zur reinen Kapitalanlagegesellschaft kommt hierdurch deutlich zum Ausdruck. Denn wenn auch die Investment-Gesellschaft am Gedeihen der Gesellschaften, deren Effekten sie im Portefeuille hat, interessiert ist, so wird sie auf eine Verschlechterung der Geschäftslage meist durch Abstoßen des betreffenden Wertpapierbesitzes reagieren.¹⁸⁾

16) Vgl. Schadt, L.: Entwicklung, Funktionsweise und volkswirtschaftliche Bedeutung des Investment-Sparens, Diss. Basel 1960, S. 31.

17) Holdinggesellschaften, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Band 1, Hrsg. Palyi, M. und Quittner, P., Frankfurt/M. 1957, S. 802 ff. Im folgenden Zitiertweise: Palyi-Quittner 1; Franck, V.C.: Zur Problematik der Investmenttrusts, Zürich 1961, S. 7; Kilgus, E.: Kapitalanlagegesellschaft-Investments-Trusts, Berlin 1929, S. 14; ebenso Bruppacher, C.R., a.a.O., S. 7.

18) Vgl. Mollet, W.: Schweizerische Investments Trusts, Diss. Bern 1942, S. 13.

2. Die Effektenübernahmegesellschaft

Zweck der Effektenübernahmegesellschaft ist die Heranziehung des Publikums zur Kapitalbeschaffung für Unternehmen, deren Effekten aus wirtschaftlichen oder rechtlichen Gründen nicht direkt an dasselbe emittiert werden können. Es werden also zur Übernahme derartiger Wertpapiere Gesellschaften gegründet, die selbst wieder ihre eigenen Effekten zu plazieren versuchen.¹⁹⁾

Folglich muß auch hier gegenüber den Investmentgesellschaften eine scharfe Trennung erfolgen, kann doch bei der Effektenübernahmegesellschaft eines der Hauptkriterien der KAG, nämlich die Risikostreuung nicht befolgt werden.

III. Überblick über die geschichtliche Entwicklung der Investmentgesellschaften in Deutschland und den USA

Da im fachlichen Schrifttum²⁰⁾ des öfteren über die historische Entwicklung der Investmentgesellschaften mehr oder weniger umfangreiche Abhandlungen zu finden sind, soll hier auf eine eingehende Wiedergabe verzichtet werden. Lediglich solche Entwicklungstendenzen werden dargestellt, die für die Entstehung von Kapitalanlagegesellschaften in Deutschland und den USA von beeinflussender Wirkung waren.

Über den Ursprung der Investmentgesellschaften besteht auch heute

19) Vgl. Liefmann, R.: Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, a.a.O., S. 104.

20) Vgl. z.B. Bullock, H.: The story of investment companies. Sec. Ed, New York 1960; Schäcker, H.E.: Entwicklung und System des Investmentsparens, Frankfurt/M. 1961.

noch nicht eine einhellige Meinung.²¹⁾ Von den meisten Autoren wird jedoch die Ansicht vertreten, daß die Entstehung der modernen Investment-Bewegung auf englische bzw. schottische Vorbilder zurückzuführen ist.²²⁾

Seischab²³⁾ ist der Ansicht, daß die erste praktische Durchführung der Investment-Idee schon vor 200 Jahren stattgefunden habe, als sich die Mitglieder einiger englischer Kirchengemeinden unter der Führung ihrer Ortsgeistlichen zusammengeschlossen haben, um gemeinsame Anlagemöglichkeiten für ihre Kapitalien zu finden.²⁴⁾

Diese vereinzeltten Vorläufer können jedoch nur als investmentähnliche Transaktionen bezeichnet werden, da jene Gesellschaften, die diese Geschäfte durchführten, diese nur als Nebengeschäfte betrieben und in erster Linie als Bank- oder Versicherungsunternehmen tätig waren. Die ersten reinen Investmentgesellschaften entstanden jedoch nachweisbar in der Mitte des vorigen Jahrhunderts in England.²⁵⁾²⁶⁾

-
- 21) Vgl. hierzu Perridon, L.: Die Société d'investissement in Frankreich, in: Österreichisches Bankarchiv 1956, S. 46-61. Baum vertritt die Meinung, daß die Entstehung der Kapitalanlagegesellschaften auf die Gründung der Fuggerschen Handelsbanken in Augsburg zurückzuführen ist, die schon im späten Mittelalter Kapitalien nach den modernen Investment-Prinzipien angelegt haben; vgl. Baum, G.: Schutz und Sicherung des Investmentsparers bei Kapitalanlagegesellschaften und Investment Trusts, Diss. Mainz 1960, S. 2.
- 22) Vgl. hierzu vor allem: Management Investment Companies. Ed. by Investment Company Institute Sec. Ed. 1963 Englewood Cliffs N.J., Chapter 2.
- 23) Vgl. Seischab, H., a.a.O., S. 27.
- 24) Anderer Ansicht ist Barocka, der den Investment-Gedanken in Frankreich auf die 1852 in Paris erfolgte Gründung des "Société Générale de Crédit mobilier" zurückführt. Vgl. Barocka, E., Investment-Sparen und Investment-Gesellschaften, Stuttgart 1956, S. 17.
- 25) Ausführliche Darstellungen geben vor allem Bruppacher, C.R., a.a.O., S. 75 ff.; Linhardt, H.: Die britischen Investment-Trusts, a.a.O., S. 17 ff.; Früstück, E.C.H.: Investment-Gesellschaften, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Band 2, Hrag. Palyi, M. und Quittner, P., Frankfurt/M. 1957, S. 908 ff. Im folgenden Zitierweise: Palyi-s.n.S.

Die Tatsache, daß das Investmentsparen in Deutschland erst relativ spät Anklang gefunden hat, ist auf wirtschaftliche und psychologische Gründe zurückzuführen. Kam die Gründung in England und der Schweiz "einem auf die Erschließung neuer Anlagemärkte gerichteten Bedürfnis der Anleger entgegen",²⁷⁾ so sind soziale Umschichtungen, riesige Vermögensverluste infolge zweier Inflationen und vor allem eine - teilweise sogar politisch gelenkte - Diskriminierung des Wertpapiersparens die Gründe, die in Deutschland einem Sparen in Effekten entgegenstanden.

Zwar hatten schon zwei Gesellschaften existiert, der 1923 gegründete Zickert'sche Kapitalverein (1930 als eGmbH in den Deutschen Investment-Verein umbenannt) und die 1926 gegründete Bayerische Investment AG. Beide Gesellschaften mußten aber 1931 bzw. 1930 infolge einer überaus hohen Steuerbelastung die Liquidation beantragen. Diese ersten Anfänge und Versuche haben allerdings auf die heutigen deutschen Investment-Gesellschaften keinen wesentlichen Einfluß ausgeübt, so daß auf eine nähere Erörterung an dieser Stelle verzichtet werden kann.²⁸⁾ Von 1933 bis nach dem Zweiten Weltkrieg war in Deutschland keine Investmentgesellschaft tätig. Im Jahre 1949 nahm dann die "Allgemeine Deutsche Investment-GmbH" ihre Tätigkeit auf.

Quittner 2.

- 26) Die ersten englischen Investmentgesellschaften wurden als Investment-Trusts bezeichnet. Die Einrichtung des Trusts ist aus dem altdeutschen Rechtsinstitut des Treuhänders hervorgegangen, der zur Verwaltung der Hinterlassenschaft zugunsten Minderjähriger eingesetzt wurde. Vgl. hierzu Mollet, W., a.a.O., S. 8; ebenso Linhardt, H.: Kapitalgesellschaften, in: HdSW Band 5, Stuttgart-Tübingen, 1. Aufl., 1956, S. 499 ff. Zu den Anfängen des Trustgeschäftes in Deutschland vgl. besonders Mintner, O.: Das Treuhandwesen in der deutschen Volkswirtschaft, München-Berlin-Leipzig 1926.
- 27) Matthiensen, E.: Investmentsparen als neue Aufgabe, in ZfK 1956, S. 357.
- 28) Vgl. hierzu die Ausführungen von Offner, M.: Die kapitalwirtschaftliche Funktion der Holdinggesellschaften und Investment-Trusts unter besonderer Berücksichtigung ihrer Besteuerung, Diss. Frankfurt/M. 1933, S. 74 ff. und S. 117 ff.; Bruppacher, C.R., a.a.O., S. 234 ff.

Heute bestehen in Deutschland folgende Investment-Gesellschaften:
Siehe Seite 10 bis 11.

In den USA, in denen das Investmentsparen einen ungeheueren Aufschwung erleben sollte, wurden die ersten Investment-Gesellschaften zu Anfang des 19. Jahrhunderts gegründet. Bullock bezeichnet als die erste amerikanische Investmentgesellschaft "The Massachusetts Hospital Life Insurance Company", die 1823 gegründet wurde.²⁹⁾ Die älteste noch existierende Kapitalanlagegesellschaft in den USA ist der Boston Personal Property Trust mit dem Gründungsjahr 1893.³⁰⁾

"Der große Aufschwung der Investment-Idee in den USA kam dann erst in den 20er Jahren, also zu einer Zeit, in der die Vereinigten Staaten aus einem Schuldner- ein Gläubigerland wurden."³¹⁾

Im Zuge der wirtschaftlichen Depression von 1929 - 1932 mußten ungefähr die Hälfte der Investment-Gesellschaften liquidiert werden. Die Gründe hierfür waren vornehmlich die mangelhafte Risikostreuung und der Kauf von Wertpapieren auf Kredit. Der Kursverfall der Wertpapiere ist aus der nachstehenden Tabelle zu ersehen.

Auf Grund der wirtschaftlichen und sozialen Folgen, die sich aus der vorangegangenen Krise ergaben, kümmerte sich der Gesetzgeber intensiver um das Wertpapier- und Investmentwesen. In der Zeit von 1932 - 1940 wurden so wichtige Gesetze wie das Wertpapiergesetz³²⁾, das Börsengesetz³³⁾, das Investment-Gesetz einschließ-

29) Vgl. Bullock, H., a.a.O., S. 14.

30) Vgl. Wiesenberger, A.: Investment Companies 1967. Mutual funds and other types, 27th Ed. New York 1967, S. 338. Im folgenden Zitierweise: Wiesenberger 1967.

31) Schäcker, H.E., a.a.O., S. 20 ff.

32) Securities Act of 1933, as amended to August 20, 1964.

33) Securities Exchange Act of 1934, as amended to August 20, 1964.

Gesellschaft, Adresse, Kapital	Fonds	Depotbank
ADIG Allgemeine Deutsche Investmentgesellschaft mbH. München-Düsseldorf Kapital: DM 2,5 Mio	Adifonds Adiropa Adiverba Fondra Fondak Fondis Tresora	Commerzbank AG, Düsseldorf Bayerische Staatsbank, München Bayerische Vereinsbank, München
ALLFONDS Gesellschaft für Investmentanlagen mbH., München Kapital: DM 500.000.-	Allfonds	Bayerische Hypotheken- und Wechselbank, München
Anlage-Gesellschaft mbH für englische und holländische Aktienwerte Düsseldorf Kapital: DM 500.000.-	Anglo-Dutch	Commerzbank AG., Düsseldorf
Internationale Kapitalanlage- gesellschaft mbH., Essen Kapital: DM 500.000.-	Brauerei-Fonds	Bankhaus Burkhardt & Co.,
Union-Investment-Gesellschaft mbH., Frankfurt Kapital: DM 3.2 Mio (eingezahlt: DM 2.0 Mio)	Atlanticfonds Europafonds I Unifonds	Hardy & Co. GmbH Frank- furt/M. Frankfurter Kassenverein AG., Frankfurt/M.

Gesellschaft, Adresse, Kapital	Fonds	Depotbank
Anlagegesellschaft für französische Aktienwerte mbH., Düsseldorf Kapital: DM 500.000.-	Agefra	Commerzbank AG., Düsseldorf
Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen mbH., Frankfurt Kapital: DM 1,7 Mio	Akkumula Inrenta Interinvest Investa	Deutsche Bank AG., Frankfurt/M.
Deutsche Kapitalanlagege- sellschaft mbH., Frankfurt Kapital: DM 500.000.-	Arideka Dekafonds I	Deutsche Girozentrale- Deutsche Kommunalbank, Frankfurt/M. Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf
Deutscher Investment-Trust (DIT)-Gesellschaft für Wertpapiieranlagen mbH., Frankfurt/M. Kapital: DM 2.0 Mio	Concentra Deutscher Retenfonds Industria Thesaurus Transatlantica	Deutsche Bank AG., Frankfurt/M.

lich Nebengesetzen³⁴⁾ erlassen. Das amerikanische Investment-Gesetz von 1940 wird heute als das strengste in seiner Art angesehen³⁵⁾.

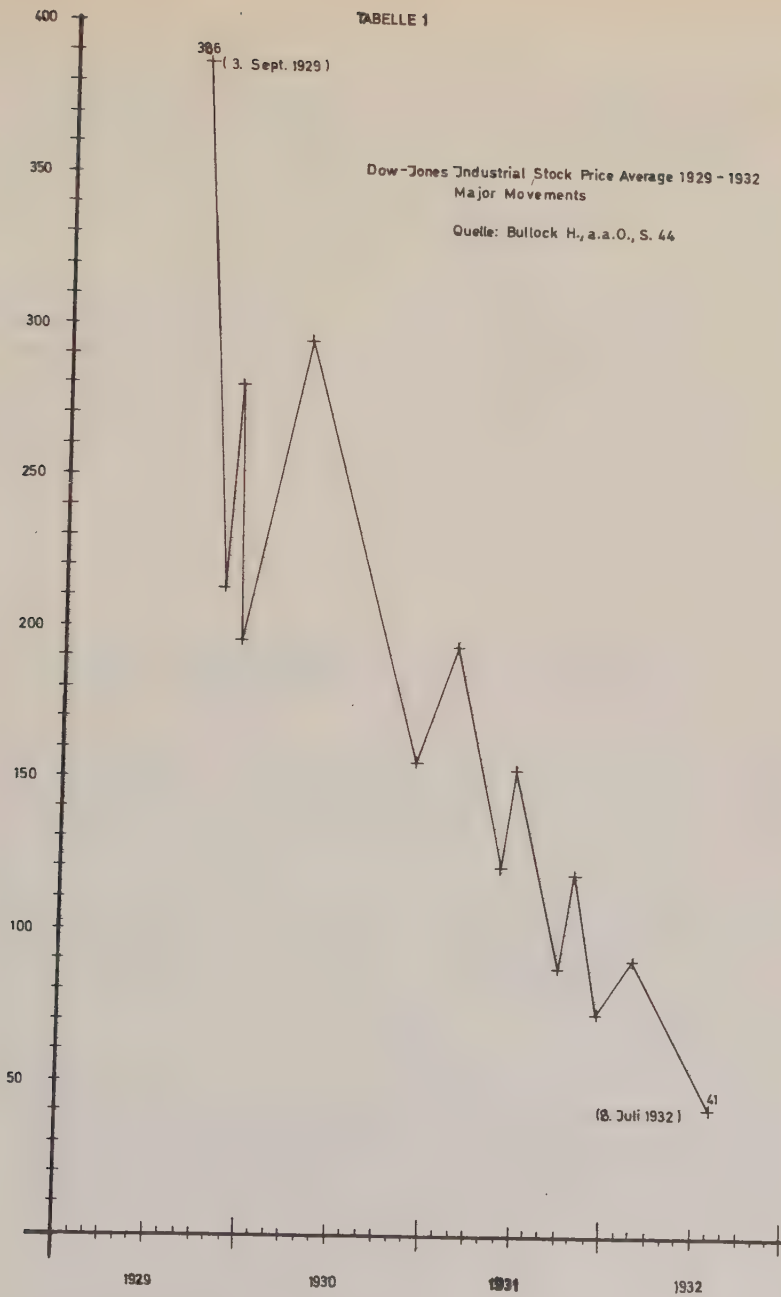
Die heutige Größe und Bedeutung der amerikanischen Investment-Industrie³⁶⁾ geht aus den folgenden Zahlen hervor:

-
- 34) Investment Company Act of 1940, a.a.O.; Investment Advisers Act of 1940 and General Rules and Regulations thereunder, as in Effect June 1, 1965; Public Utility Holding Company Act of 1935; Trust Indenture Act of 1939 and General Rules and Regulations thereunder, as in Effect August 1, 1963. Zu allen angegebenen Gesetzen vgl. insbesondere Udell, G.G.: Laws relating to Securities Commission, Exchanges and Holding Companies, Washington D.C. 1964.
- 35) Vgl. v. Pinck, W.: Das schärfste Gesetz der Welt, Düsseldorf o.J.
- 36) Es handelt sich hierbei um einen in der amerikanischen Literatur gebräuchlichen Ausdruck; vgl. z.B. Mutual Fund fact book 1966. Ed. by Investment Company Institute New York 1966, S. 12; ebenso Report of the Securities and Exchange Commission on the Public Policy Implications of Investment Company Growth, Washington D.C. 1966, S. 7. Im folgenden Zitiertweise: Report 1966.
Zu den rechtlichen Fragen der KAG's vgl. Schöcker, H.E.; a.a.O., S. 40 ff.; Baum, G., a.a.O., S. 30 ff.; Tormann, W.: Die Investmentgesellschaften, Frankfurt/M. 1964, S. 22 ff.; Gericke, K.: Rechtsfragen zum Investmentsparen, in: DB 1959, S. 1276 ff.; Beyer-Fehling, H.: Das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, in ZfK 1957, S. 328 f.; ders.: Die zweite Novelle zum Investment-Gesetz, in: ZfK 1965, S. 128 f.; Knoblich, G.: Die Rechtsverhältnisse bei den Investmentgesellschaften, insbesondere die rechtliche Stellung der Inhaber von Anteilscheinen, Diss. Erlangen 1953; Ebner von Eschenbach, H.: Die Rechte des Anteilhabers nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, Diss. Erlangen 1960; v. Berge und Herrendorf, H.S.: Der Schutz des Investmentsparers, Diss. Köln 1962.

TABELLE 1

Dow-Jones Industrial Stock Price Average 1929 - 1932
Major Movements

Quelle: Bullock H., a.a.O., S. 44



Alle amerikanischen Investmentgesellschaften besaßen Ende 1966 zusammen ein Vermögen von ca. \$ 37.992.253.000,—. Einzelne Gesellschaften wiesen z.B. folgendes Vermögen aus:³⁷⁾

Fonds	Vermögen in US \$
The Dreyfus Fund, Inc.	1.634.845.516,—
Fidelity Trend Fund, Inc.	983.109.573,—
Fundamental Investors, Inc.	1.086.646.211,—
Hamilton Fund, Inc.	489.971.682,—
Puritan Fund, Inc.	478.672.422,—
United Accumulative Fund,	1.234.285.038,—

IV. Die rechtliche Gestaltung der Kapitalanlagegesellschaften in den USA und Deutschland

Die rechtliche Gestaltung und die Möglichkeiten der Anlagepolitik der Investmentgesellschaften beider Länder werden generell festgelegt durch die jeweiligen speziellen Gesetze, in unserem Fall also durch das KAGG und durch den ICA.

Für die rechtliche Ausgestaltung der Beziehungen zwischen KAG und Investor kommen grundsätzlich zwei Rechtsverhältnisse in Frage: Der Gesellschaftstypus und der Vertragstypus.³⁸⁾

37) Quelle: Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 138 ff.

38) Vgl. hierzu vor allem Franck, V.C., a.a.O., S. 1 f.; ebenso Walter, H.: Machtzusammenballung und Vermögensbildung durch Investmentgesellschaften, dargestellt an der Entwicklung in Deutschland, der Schweiz, den Niederlanden und den USA, Neuwied am Rhein, Berlin-Spandau 1963, S. 15 f. und S. 96 ff.

1. Der Gesellschaftstypus

Hier wird das Verhältnis zwischen KAG und Sparer durch ein dem Gesellschaftsrecht entnommenes Rechtsinstitut hergestellt. Die Investmentgesellschaft wird dabei meist in Form der AG betrieben;³⁹⁾ die Kapitalanleger werden somit Aktionäre. "Die Gesellschaft wird Eigentümerin der Investment-Einlagen und der mit diesen Mitteln erworbenen Anlagewerte Neben dem Gesellschaftskapital gibt es kein besonderes Anlagevermögen; es besteht eine Identität zwischen dem Gesellschaftsvermögen und dem Anlagevermögen."⁴⁰⁾ Dem Investmentssparer stehen hier die gleichen Rechte zu, die er als Aktionär auch bei anderen Gesellschaften besitzt.

Der Gesellschaftstypus, der in Deutschland nach § 1 KAGG nicht zugelassen ist, zählt in den USA zu der vorherrschenden rechtlichen Form der Investmentgesellschaft.⁴¹⁾

2. Der Vertragstyp

Der Vertragstyp geht zurück auf das Treuhandrecht.⁴²⁾

Der Sparer als Begünstigter oder Beneficiary, die Trustverwaltung als Trustor und der Treuhänder als Trustee schließen einen

39) Die außerdem möglichen Formen der GmbH und der Genossenschaft werden sehr selten angewandt. Vgl. Linhardt, H.: Kapitalanlagegesellschaften, a.a.O., S. 499.

40) Walter, H., a.a.O., S. 97.

41) Vgl. hierzu: A Study of Mutual Funds. Prepared for the Securities and Exchange Commission by the Wharton School of Finance and Commerce Washington D.C. 1962, S. 44 f.; Im folgenden Zitierweise: Wharton Report.

42) Vgl. Fußnote 26.

Treuhandvertrag, der die grundsätzlichen Rechtsbeziehungen zwischen den Parteien regelt. Das Vermögen der KAG und der Investmentsparer bleiben rechtlich und wirtschaftlich getrennt. Die Einlagen der Sparer bilden somit - in Gegensatz zum Gesellschaftstypus - ein Sondervermögen.⁴³⁾

§ 6, Abs. 1, Satz 2 KAGG bestimmt, daß in den Vertragsbedingungen der KAG festgelegt werden muß, ob sich das Sondervermögen im Miteigentum der Anteilsinhaber oder in treuhänderischem Eigentum der Gesellschaft befinden soll.⁴⁴⁾ In jedem Falle werden den Sparern nennwertlose Zertifikate ausgehändigt bzw. dem Depotkonto gutgeschrieben.

a) Die Miteigentumslösung

Hier gehören die Anlagewerte unmittelbar den Zertifikatsinhabern, d.h. sie sind Miteigentümer nach Bruchteilen. Das Sondervermögen stellt also in rechtlicher Hinsicht ein Gemeinschaftseigentum der Anteilinhaber dar; diese Gemeinschaft nach Bruchteilen läßt sich vergleichen mit der Rechtsgemeinschaft am Sammelbestand bei der Sammelverwahrung nach § 6 Depotgesetz.⁴⁵⁾ Im Konkursfalle haben die Anteilseigner ein Aussonderungsrecht bezüglich des Sondervermögens.

43) Es ist somit einer Investmentgesellschaft möglich, mehrere Sondervermögen zu bilden, mehrere verschiedenartige Fonds aufzulegen. Vgl. § 6 Abs. 3 KAGG, a.a.O.

44) Unberührt davon bleibt die Vorschrift des § 1 Abs. 2 KAGG, daß die Kapitalanlagegesellschaften nur in der Rechtsform der AG oder GmbH betrieben werden dürfen.

45) Vgl. Dürre, H.: Investmentsparer und Investmentgesellschaften, in: Die Sparkasse 1956, S. 220.

b) Die Treuhandlösung

Bei der Treuhandlösung i.e.S. steht das Sondervermögen im Eigentum der KAG, die es treuhänderisch für die Investment-Sparer verwaltet. Daher haben die Zertifikatsinhaber nur einen schuldrechtlichen Anspruch gegen die KAG, im Gegensatz zur Miteigentumskonstruktion.

Die Treuhandlösung wird jedoch im KAGG nicht näher definiert, wodurch die Rechtsnatur des Treuhandverhältnisses im deutschen Recht auch weiterhin umstritten bleibt. Herrschende Meinung ist jedoch, daß das Eigentum am Treugut nur formrechtlich, nicht aber wirtschaftlich dem Treuhänder zustehen soll und daß er im eigenen Namen, aber nicht zum Nachteil der Treugeber (Anteilinhaber) handeln soll.⁴⁶⁾

Durch die Bestimmung des § 9 Abs. 2, KAGG wurde der Nachteil der Treuhandlösung aufgehoben; er besagt, daß das Sonder- (Treuhand-) Vermögen nicht für Verbindlichkeiten der KAG haftet, auch wenn diese aus Rechtsgeschäften für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilinhaber entstehen.

Von allen deutschen Investmentgesellschaften hat in neuerer Zeit nur die "Allfonds-Gesellschaft für Investmentanlagen mbH", München, die Treuhandlösung i.e.S. für ihren Fonds Allfonds gewählt.

Der Grund dafür ist darin zu suchen, daß dieser Fonds zu etwa 50 % ausländische Werte enthält; da beim Kauf und bei der Verwahrung ausländisches Recht zu beachten ist, ist nach Auffassung der Gesellschaft die Treuhandlösung mit dem ausländischen Recht besser in Einklang zu bringen als die Miteigentumslösung.⁴⁷⁾

46) Vgl. Baum, G., a.a.O., S. 95.

47) Vgl. Walter, H., a.a.O., S. 17.

Zusammenfassend ist festzustellen, daß - wirtschaftlich betrachtet - die Miteigentums- wie die Treuhandlösung zum selben Ergebnis führen. Man kann deshalb v. Caemmerer zustimmen, daß es heute nur noch eine Frage der Etikettierung sei, ob man von Treugut oder Miteigentum spricht.⁴⁸⁾

c) Der Vertragstyp in den USA

Bei der Anwendung des Vertragstypus auf die rechtliche Gestaltung der KAG ist in den USA die Treuhandlösung vorherrschend. Auch die somit in Trustform betriebenen Investmentgesellschaften fallen unter den ICA.⁴⁹⁾ Da damit die Vorteile, die sich früher für Trusts besonders aus der Gesetzgebung des Staates Massachusetts ergaben, wegfielen, wurden nach 1940 die meisten Investmentgesellschaften in Form der corporation gegründet.⁵⁰⁾⁵¹⁾

48) Vgl. v. Caemmerer, E.: Kapitalanlage und Investmentgesellschaften, in: Juristenzeitung, Nr. 2 v. 20.1.1958, S. 46.

49) Vgl. ICA, a.a.O., Sec. 16 (a) und (b).

50) Zur heutigen zahlenmäßigen Bedeutung der Investmentgesellschaften in Trustform in den USA vgl. besonders Wharton Report, a.a.O., S. 45 und Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 138 ff. Die Verwendung des Wortes "Trust" in Verbindung mit dem Investmentwesen ist auch in Deutschland üblich; vgl. "Deutscher Investment-Trust (DIT)-Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH, Frankfurt/M." - die KAG der Dresdner Bank AG, Frankfurt/M.

51) Zum Trustwesen in den USA vgl. Hellerich, P.: Der Stand des Trustgeschäftes in den Vereinigten Staaten von Amerika und die Möglichkeiten der Anwendung dieser Geschäftssparte in der Bundesrepublik Deutschland. - Eine Untersuchung in betriebswirtschaftlicher Sicht -, Diss. München 1965; ebenso Goldschmidt, R.F., a.a.O., S. 41 ff.

3. Die Flexibilität des Management als Einteilungskriterium für Investmentgesellschaften

Allgemein kann man nach der Art der Anlagepolitik zwischen beweglichen (flexiblen Fonds, flexible oder management company) und starren (fixen Fonds, fixed company) unterscheiden.⁵²⁾⁵³⁾

Beim "fixed trust" herrscht das Prinzip der Starrheit, d.h. die Freiheit der Kapitalwertsubstitution ist vollkommen aufgehoben.⁵⁴⁾ Das auf Grund der ausgegebenen Zertifikate einbezahlte Kapital wird einmal in Effekten angelegt, deren Art und Anzahl sowie ihre prozentuale Verteilung im Fonds von vornherein vertraglich festgelegt ist. Das Wertpapierportefeuille wird daher bis zu seiner - vertraglich vereinbarten - Auflösung unverändert, d.h. starr gehalten. Die Anlagepolitik "als Befolgung von Richtlinien"⁵⁵⁾ erschöpft sich hier also auf einen einmaligen Vorgang, von einer weiteren Anlagepolitik nach Eröffnung des Fonds kann nicht mehr gesprochen werden, da die Arbeit der Geschäftsführung nur noch

52) Vgl. hierzu ICA, a.a.O., Sec. 4 f.; ebenso Management Investment Companies, a.a.O., S. 2.

53) Die im amerikanischen Investmentgesetz außerdem angeführten "face-amount-certificate company" und der "unit investment trust" werden hier nicht gesondert behandelt, da ihr Kapitalbestand sehr gering ist und vergleichbare Einrichtungen in Deutschland fehlen. Vgl. hierzu Simon, D.A.: Mutual funds. A training guide, New York 1964, S. 2; Jordan, D.F. and Dougall, H.E.: Investments 7th Ed. Englewood Cliffs, N.J. 1960, S. 448. Zur kapitalmäßigen Bedeutung vgl. die Zahlenangaben in: Report 1966, a.a.O., S. 37 f. Danach betrug am 30.6.1966 das Vermögen der sechs noch tätigen face-amount-certificate companies 2,3 % des gesamten Vermögens aller registrierten Investmentgesellschaften, bei den unit investment trusts war die vergleichbare Zahl ungefähr 7,5 %.

54) Vgl. Schadt, D., a.a.O., S. 50.

55) Ittensohn, J.: Die Investment-Trusts hüben und drüben, in: ZfK 1960, S. 925.

verwaltungs- und vertriebstechnischer Art ist.⁵⁶⁾

Völlig beweglich kann dagegen die Geschäftsführung der "Management Company" bei der Gestaltung ihrer Anlagepolitik vorgehen. Innerhalb bestimmter, vom Gesetzgeber festgelegter Grenzen, von denen später noch die Rede sein wird, kann sie die eingezahlten Kapitalien frei nach ihrem Ermessen anlegen und alle Veränderungen in der Zusammensetzung des Fondsvermögens vornehmen, die der Wechsel der Konjunktur, die Wandlung auf dem Kapitalmarkt sowie die Entwicklung der einzelnen Unternehmen, deren Wertpapiere die KAG im Portefeuille hat, als notwendig erscheinen lassen.⁵⁷⁾

Als Kombination dieser beiden Typen kann der "semiflexible Fonds" angesehen werden. Gemäß einer Anlageliste wird zwar die Effektenkombination bestimmt, doch bleibt es der Geschäftsleitung vorbehalten, unter genau beschriebenen Umständen Änderungen an der Zusammensetzung des Wertpapierbestandes vorzunehmen.⁵⁸⁾

Die Management Investment Companies können außerdem noch eingeteilt werden in die open-end company und die closed-end company. Die Klassifizierung hängt von der Art der Emission der Zertifikate und ihrer Rücknahme ab. Die open-end company emittiert ständig neue Zertifikate. Außerdem ist sie nach dem ICA verpflichtet, diese auf Verlangen zurückzukaufen. Sie besitzt also ein kontinuierlich veränderliches Grundkapital. Die closed-end company kann

56) Im deutschen Investmentwesen kommt diese Organisationsform einer KAG nicht vor. Als ein Beispiel aus den USA kann der Founders Mutual Fund angeführt werden, der sein Vermögen nach einem festen Schlüssel in 40 Standardaktien (blue chips) des amerikanischen Effektenmarktes anlegt; vgl. hierzu Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 188 und Vademecum der Investmentfonds 1967, 7. Aufl., Darmstadt-Berlin-Essen-Haarlem-Wien 1967, S. 383 ff.

57) Vgl. Achterberg, E.: Schweizer Investment-Trusts, in: ZfK 1950, S. 434; ebenso Leffler, H.L. and Farwell, L.C.: The Stock Market 3 th rev. Ed. New York 1963, S. 528.

58) Vgl. Baum, F., a.a.O., S. 27.

dagegen ihr Kapital nur durch eine Kapitalerhöhung heraufsetzen. Sie ist außerdem nicht zur Rücknahme der von ihr ausgegebenen Zertifikate gezwungen.

Im Gegensatz zur open-end company, deren Zertifikate nicht an einer Börse gehandelt werden, ist die Fungibilität der Anteile einer close-end company nur durch den Börsenhandel gewahrt. Da nach dem deutschen Investmentgesetz nur die open-end company auf Investmentgesellschaften anwendbar ist, soll im folgenden unter Investmentgesellschaft nur noch eine "Management Company" - mit dem "open-end-Prinzip" verstanden werden. Es wird damit der in Deutschland allein vorkommende Typ der o.a. Investmentgesellschaft mit dem in den USA dominierenden verglichen.⁵⁹⁾

59) Vgl. hierzu ICA Sec. 5 (b); Loll, L.M. and Buckley, J.H.: The Over-the-Counter Securities Markets Englewood Cliffs N.J. 1961, S. 224; Ungerer, M.: Das amerikanische Investmentfonds-Geschäft, in: BdWi Nr. 279 v. 29.11.1960; Deuble, A.H.: Die amerikanischen closed-end Funds, in: BdWi Nr. 50 v. 28.2.1963.

B. Zielgruppen im Investmentwesen

=====

Die moderne Unternehmenstheorie gab die Annahmen der traditionellen Theorie auf, nämlich den "Ein-Mann-Betrieb", das Vorliegen vollkommener Information und das ausschließliche Ziel der Gewinnmaximierung. Das Verhaltensschema des "homo oeconomicus" ist somit nicht mehr gültig.⁶⁰⁾

Im folgenden wird der Versuch unternommen, das Zielsystem sowohl der Investmentgesellschaft wie des Investmentsparers darzustellen. Die Hauptschwierigkeit liegt hierbei vor allem darin, daß die Unternehmenstheorie vornehmlich für den Industriebetrieb entwickelt worden ist. Eine allgemeine Theorie des Bankbetriebs ist bis jetzt noch nicht vorhanden.⁶¹⁾ Liegen Abhandlungen zu speziellen Fragen des Bankbetriebs vor, befassen sie sich vor allem mit dem Gebiet der Kreditwirtschaft, mit den Problemen der Kreditbanken.⁶²⁾ Eine Übertragung der allgemeinen Unternehmens-
theorie auf das Investmentwesen wird nicht vorgenommen.

-
- 60) Vgl. hierzu vor allem Bidlingmaier, J.: Unternehmerziele und Unternehmerstrategien, Wiesbaden 1964, S. 25 ff. und die dort angegebene Literatur; ebenso Kreikebaum, H.: Neuere Entwicklungstendenzen auf dem Gebiet der Organisationstheorie, in: ZfB 1965, S. 663 ff.
- 61) Einen Ansatz hierzu bringt z.B. Lipfert, H.: in: System einer theoretischen Bankbetriebspolitik, in: ZfK 1963, S. 374 ff.
- 62) Vgl. hierzu vor allem: Hahn, O.: Die Substitutionskonkurrenzen der Universalbanken, in: BruP 1966, S. 503 ff.; Faehndrich, H.: Die Gewinnmaximierung im Bankbetrieb, in: Österreichisches Bankarchiv 1962, S. 122 ff.

I. Ziele der Investmentgesellschaften

1. Optimierung der Eigenkapitalrentabilität

Wie erwähnt, weicht die moderne Unternehmenstheorie vom alleinigen Ziel der Gewinnmaximierung ab.⁶³⁾ An seine Stelle treten vornehmlich die Ziele der Optimierung der Eigenkapitalrentabilität, des Wachstums und der Sicherheit. Als weitere Zielvorstellungen sind noch möglich das Prestige- und Machtstreben, die Aufrechterhaltung der Unabhängigkeit und ethische bzw. soziale Bestrebungen.⁶⁴⁾

Für eine Investmentgesellschaft dürfte die Optimierung der Eigenkapitalrentabilität das oberste Ziel sein.⁶⁵⁾⁶⁶⁾ Unter der Berücksichtigung von anderen Zielen wird sie bestrebt sein, auf das

63) Vgl. Spohr, H.: Das Prinzip der Gewinnmaximierung in seiner Bedeutung für die Kreditinstitute, in: Österreichisches Bankarchiv 1959, S. 337 ff.; ebenso Kirsch, W.: Gewinn- und Rentabilitätsmaximierung als Determinanten des Unternehmungsgleichgewichts, Diss. München 1964.

64) Vgl. hierzu vor allem Heinen, E.: Das Zielsystem der Unternehmung, Wiesbaden 1966, S. 59 ff. Im folgenden Zitierweise: Zielsystem.

65) Zum Gewinnbegriff vgl. Heinen, E.: Zielsystem, a.a.O., S. 59 ff. und die dort angegebene Literatur.

66) Diese Annahme ist folgendermaßen zu begründen. Die Maximierung des kalkulatorischen Gewinns gilt als die Zielfunktion der Einzelunternehmung. Auf die deutschen Investmentgesellschaften übertragen bedeutet dies, daß lediglich der Deutsche Investment-Trust (DIT), bei dem die Dresdner Bank AG die alleinige Gesellschafterin ist, unter diese Kategorie fällt. Bei allen anderen deutschen KAGs und auch bei den amerikanischen Gesellschaften trifft der Typ der Gesellschaftsunternehmung zu - meist ohne kapitalmäßige Dominanz eines einzelnen Gesellschafters. - In diesem letzteren Falle kann als ein Ziel die Maximierung der Eigenkapitalrentabilität unterstellt werden. Da es sich wahrscheinlich nicht um eine rein monetäre, monovariablen Zielfunktion handelt, sondern auch andere Ziele bzw. Nebenbedingungen erstrebt werden, ist hier von einer Optimierung der Eigenkapitalrentabilität die Rede, vgl. hierzu vor allem Kirsch, W., a.a.O., S. 140 ff.

Eigenkapital eine angemessene Rendite zu erwirtschaften. Durch diese "Verhaltensmaxime"⁶⁷⁾ wird es der Gesellschaft auch möglich sein, das Ziel des Wachstums und der Sicherheit zu verfolgen.⁶⁸⁾

2. Die Sicherung der Liquidität

Als weiteres Ziel kann die Sicherung der Liquidität verfolgt werden. Das Liquiditätsphänomen läßt sich in drei Teilaspekte aufgliedern:⁶⁹⁾ Die Zahlungsfähigkeit, die Liquiditätsreserven und die Liquidierbarkeit.

"Der wichtigste ... Aspekt ist der der Zahlungsfähigkeit. Eine Unternehmung ist zahlungsfähig, wenn sie zu jedem Zeitpunkt den fälligen Zahlungsverpflichtungen uneingeschränkt nachkommen kann. Diese Voraussetzung ist dann erfüllt, wenn die in einem Zeitpunkt zu leistenden Ausgaben nicht größer sind als die Summe der zu diesem Zeitpunkt anfallenden Einnahmen einschließlich der vorhandenen Bestände an Zahlungsmitteln."⁷⁰⁾

67) Als Verhaltensmaxime bezeichnet Möller die letzten Zielsetzungen der Wirtschaftssubjekte. Vgl. Möller, H.: Kalkulation, Absatzpolitik und Preisbildung, Nachdruck Tübingen 1962, S. XIV. Im folgenden Zitierweise: Kalkulation.

68) Allgemein auf Kreditinstitute angewandt drückt Lipfert diesen Sachverhalt folgendermaßen aus: "Als Ausgangspunkt der Skizzierung der bankbetriebspolitischen Aufgaben (Ziele) in allen Tätigkeitsbereichen möge die Selbstverständlichkeit dienen, daß eine zumindest ausreichende Rentabilität eines Kreditinstitutes unerlässlich ist, um seinen Fortbestand auf mittlere und lange Sicht zu sichern." Lipfert, H.: System einer theoretischen Bankbetriebspolitik, a.a.O., S. 375.

69) Vgl. Heinen, E.: Zielsystem, a.a.O., S. 75; zum Problem der bankbetrieblichen Liquidität vgl. Hagenmüller, F.: Der Bankbetrieb, Band III, Rechnungswesen-Bankpolitik, Wiesbaden 1964, S. 350 ff.; im folgenden Zitierweise: Bankbetrieb III; Hintner, O.: Zum Liquiditätsproblem der Geschäftsbanken, in: Der Betrieb in der Unternehmung, Festschrift für Wilhelm Rieger, Stuttgart 1963, S. 396 ff.

70) Heinen, E.: Zielsystem, a.a.O., S. 75. Zu dem Problemkreis "Liquidität und Entscheidung" vgl. Düchting, H.: Liquidität und unternehmerische Entscheidungsmodelle, Diss. München 1965.

Die Höhe der Liquiditätsreserven hängt von der Risikofreudigkeit der Leitung der Investmentgesellschaft ab.⁷¹⁾ "Die Möglichkeit des Rückgriffs auf diese Reserven sichert die Zahlungsfähigkeit der Unternehmung auch für den Fall, daß unvorhergesehene Ausgaben zu tätigen sind oder geplante Einnahmen nicht oder nicht rechtzeitig anfallen."⁷²⁾

Die Liquidierbarkeit entspricht "jener Zeitdauer, die zwischen dem Zeitpunkt des Entschlusses, die Reserven in Anspruch zu nehmen und dem Zeitpunkt vergeht, zu dem der entsprechende Zahlungsmittelbetrag (Liquiditätserlös) zur Verfügung steht".⁷³⁾

Die Notwendigkeit zur Sicherung der Liquidität ergibt sich für eine KAG aus drei Aspekten heraus.

Einmal wird es ihr bei ausreichender Liquidität möglich, Wertschwankungen am Kapitalmarkt auszunutzen. Bei Sinken der Börsenkurse wird sie durch das Halten von Liquiditätsreserven in die Lage versetzt, durch zusätzliche Effektenkäufe niedrigere Durchschnittskurse zu erzielen. Bei der Liquiditätsreserve wird es sich immer um Zahlungsmittelbestände handeln, da der Investmentgesellschaft in bezug auf das einzelne Sondervermögen nicht die Möglichkeit der Kreditaufnahme zusteht. Der KAG ist es untersagt, im Namen der Anteilhaber, in deren Miteigentum das Sondervermögen steht, Verbindlichkeiten einzugehen.⁷⁴⁾ Die Inanspruchnahme bisher nicht ausgenutzter Kreditzusagen ist daher der Investmentge-

71) Zur Frage des Risikos im Investmentwesen vgl. die ausführliche Darstellung bei Schimrock, H.: Arbeitsweise, Zielsetzung und Möglichkeiten der deutschen Investmentgesellschaften, Diss. Berlin 1960, S. 43 ff. Vgl. hierzu auch OST, H.D.: Investment-Chancen, in: Rh. M. Nr. 11 v. 11.3.1966; Zur Liquiditätspolitik der Investmentfonds, in: BZ Nr. 226 v. 23.11.1962; Reimann, W.: Mehr Bargeld in den Investment-Portefeuilles, in: HB, Nr. 183 v. 24.11.1962.

72) Heinen, E.: Zielsystem, a.a.O., S. 75.

73) Ebda, S. 76.

74) § 9 Abs. 2 KAGG

sellschaft nicht möglich. Die Mittel für eine Anlage am Kapitalmarkt stammen also entweder aus dem Nettomittelzufluß von seiten der Zertifikatskäufer oder aus der Liquidierung anderer Effekten des Sondervermögens. Die fortlaufende Emission von Zertifikaten kann also auch das Liquiditätsstreben der KAG unterstützen. Sie nimmt eine Emission auch dann vor, wenn sie den Gegenwert nicht sofort an der Börse anlegen kann oder will.

Es ist Dannemann nicht zuzustimmen, wenn er schreibt: "Umgekehrt kann die Gesellschaft nur in dem Umfang Zertifikate emittieren, wie sie in gleicher Höhe die als deren Gegenwert eingehenden Zahlungsmittel in Börsenwerten anlegen zu können glaubt."⁷⁵⁾

Langfristig betrachtet muß die Investmentgesellschaft bestrebt sein, die eingehenden Mittel zum größten Teil in Wertpapiere anzulegen. Denn eine zu hohe Liquiditätsreserve würde ihrem Ziel der Eigenkapitaloptimierung zuwider laufen. Bei einer schlechten Börsenlage aber muß die KAG u.U. Zertifikate ausgeben - ohne die hereinkommenden Gelder sofort wieder anzulegen -, um ihren Rücknahmeverpflichtungen nachkommen zu können.

Damit wird der zweite Grund berührt, warum für Investmentgesellschaften die Haltung von Liquiditätsreserven als Nebenbedingung für ihre Zielerreichung nötig sein kann. Da die Investmentgesellschaften in Deutschland und der größte Teil der KAG's in den USA nach dem "open-end-Prinzip" konstruiert sind, haben sich die Gesellschaften zur Rücknahme der Zertifikate verpflichtet.⁷⁶⁾

Der Grad dieser Verpflichtung ist in den USA und Deutschland unterschiedlich geregelt. Während der ICA die Investmentgesellschaften nur in wenigen, sehr selten zutreffenden Ausnahmen, von ihrer

75) Dannemann, W.: Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Diss. Tübingen 1959, S. 157.

76) Vgl. Fußnote 59.

Rücknahmepflicht befreit,⁷⁷⁾ überläßt das KAGG diese Regelung den einzelnen Vertragsbedingungen.⁷⁸⁾ So heißt es in den Anlagebestimmungen des Fonds "Investa": "Die Gesellschaft ist bereit, Anteilscheine jederzeit zu Lasten des Sondervermögens zurückzunehmen Der Gesellschaft ist es gestattet, den Rücknahmepreis erst zu ermitteln und die Rücknahme erst vorzunehmen, nachdem sie ... entsprechende Werte des Sondervermögens veräußert hat."⁷⁹⁾

Die ratio legis dürfte wohl gewesen sein, die KAG bei überhöhten Rücknahmeverpflichtungen vor einer überhasteten Teilliquidierung des Sondervermögens zu schützen. Nur wird dieser Sachverhalt dem kleinen und mittleren Anlegern meist unbekannt sein. Dies um so mehr, als er in den seltensten Fällen die Vertragsbedingungen des jeweiligen Fonds kennt. Zum anderen wird es sich keine deutsche Investmentgesellschaft leisten können, im Interesse ihres Images und good-wills, ihrer Rücknahmeverpflichtung außergewöhnlich schleppend nachzukommen. Es würde somit nur eine Anpassung an die realen Gegebenheiten bedeuten, wenn die entsprechende Vorschrift des § 10 Abs. 2 KAGG dahingehend geändert würde, daß die Investmentgesellschaften zur Rücknahme der Zertifikate innerhalb einer bestimmten Frist verpflichtet werden.⁸⁰⁾

77) ICA a.a.O., Sec. 22 (e)

78) § 10 Abs. 2 KAGG.

79) Vertragsbestimmungen des Anlagefonds "Investa" der Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen mbH., Frankfurt/M., o.J., S. 7 f.

80) Die entsprechende Vorschrift im ICA lautet:

No registered investment company shall suspend the right of redemption or postpone the date of payment or satisfaction upon redemption of any redeemable security in accordance with its terms for more than seven days after the tender of such security to the company or its agent designated for that purpose for redemption except -

(1) for any period (A) during which the New York Stock Exchange is closed other than customary week-end and holiday closings or (B) during which trading on the New York Stock Exchange is restricted;

(2) for any period during which an emergency exists as a

S.N.S.

Die Ausschüttungspolitik stellt den dritten Grund dar, der eine KAG veranlaßt, Liquiditätsreserven zu halten.

Kawan ordnet die Liquiditätspolitik der Absatzpolitik zu.⁸¹⁾ Dies erscheint uns verfehlt. Denn sie besitzt funktionalen Charakter in bezug auf die Sicherung des Unternehmens und die Ausschüttungspolitik der Gesellschaft. Neben den disponiblen Geldern für die Anlagepolitik und dem Rücklauf der Anteilscheine haben somit Investmentgesellschaften auch den Turnus der Ertragnisausschüttungen in ihren Liquiditätsplan miteinzubeziehen.

Die Gesellschaften könnten auch die im Fonds-Portefeuille befindlichen Wertpapiere als Liquiditätsreserven betrachten. Offenbar schätzt aber eine KAG - gleichbleibenden Mittelzufluß vorausgesetzt - die Opportunitätskosten für die Haltung von Barreserven geringer als diejenigen, die sich in Form von Kursverlusten aus einer plötzlichen Teilliquidierung des Wertpapierbestandes ergeben können.

Welche Bedeutung die einzelnen Investmentgesellschaften der Liquiditätshaltung beimessen, geht aus folgender Übersicht hervor:⁸²⁾

result of which (A) disposal by the company of securities owned by it is not reasonable practicable or (B) it is not reasonable for such company fairly to determine the value of its net assets; or (3) for such other periods as the Commission may by order permit for the protection of security holders of the company.

81) Vgl. Kawan, A., a.a.O., S. 147 f.

82) Der Allfonds z.B. bestimmt, daß bis zu 20 % des Sondervermögens in Bankguthaben gehalten werden können; beim Brauereifonds beträgt dieser Satz 25 %; vgl. hierzu auch § 14, Abs.3, Buchstabe (c) und (d) KAGG.

Gesellschaft	Bankguthaben in % des Fondsvermögens am 31.12.1966
Adifonds	9,34
Adiropa	8,94
Arideka	8,82
Brauerei-Fonds	18,11
Concentra	6,74
Dekafonds	14,06
Fondak	11,52
Fondis	10,62
Tresora	13,61

Quelle: Vademecum der Investmentfonds 1967, a.a.O., S. 19 ff.

Einen aussagefähigen Vergleich mit den amerikanischen Investmentgesellschaften herzustellen, ist nicht möglich. Denn Liquiditätsreserven werden dort in sehr geringem Umfange in Form von Bankguthaben unterhalten. Meistens werden die disponiblen Gelder in kurzfristigen Geldmarktpapieren angelegt. Zu den privatwirtschaftlichen Geldmarkttiteln zählen hierbei vor allem die "commercial papers" und "certificates of deposits".⁸³⁾ Im Gegensatz zu Deutschland, wo die Teilnahme am Geldhandel hauptsächlich den Banken vorbehalten ist, nimmt in den USA der Nichtbankensektor eine starke Stellung am Geldmarkt ein.⁸⁴⁾ Außerdem sind ca. 80 %

83) Bei den certificates of deposits handelt es sich um handelbare Bescheinigungen über eine Einlage, gegen deren Vorlage die Bank das Depositum auszahlt, wobei bis zur Fälligkeit mindestens 30 Tage vergehen müssen. Vgl. hierzu vor allem Nowak, R.: Der Finanzmarkt New York, Köln-Opladen 1967, S. 191 ff. und die dort angegebene Literatur.

84) Vgl. hierzu: The tactics that win that extra nickel, in: BuWe v. 19.8.1967, S. 76 ff.; ebenso Raida, H.: Geschichte Gelddisposition hilft Gewinne steigern, in: IK Nr. 119, v. 10.8.1967.

der kurzfristigen Geldmarkttiteln der Bundesregierung im Besitz der Privatwirtschaft.⁸⁵⁾

Der Versuch, die Liquiditätsreserven einiger amerikanischer Investmentgesellschaften darzustellen, ergibt folgendes Bild:

=====	
Gesellschaft	Liquiditätsreserven am 31.12.1966 in % des Fonds- vermögens

Channing Growth Fund	15,4 *)
Colonial Fund	9,0 **)
Diversified Growth Stock Fund	14,7
Dreyfus Fund	1,1
Fidelity Capital Fund	17,2 *)
Fidelity Trend Fund	15,2
Putnam Growth Fund	10,9 **)
Television-Electronics Fund	13,5 **)
United Corporation	4,5

*) Stichtag: 30.11.1966

**) Stichtag: 31.1.1967

Quelle: Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 342 ff.

Als Liquiditätsreserven wurden Bankguthaben und privatwirtschaftliche Geldmarktpapiere betrachtet, da die Statistik die von staatlichen Stellen emittierten Wertpapiere nicht nach der Fristigkeit unterteilt. Die Liquiditätsreserven dürften also noch höher sein als nach den in den o.a. Tabellen angegebenen Sätzen.

Mit Ausnahme des Dreyfus Fund, dessen niedrige Liquiditätsreserve aus die erwähnten statistischen Mängel zurückzuführen ist,

85) Vgl. Nowak, R., a.a.O., S. 196 ff.

ergibt sich diesbezüglich zwischen den amerikanischen und deutschen KAG's kein größerer zahlenmäßiger Unterschied.

Wie aus den nachfolgenden Darstellungen hervorgeht, können sich die deutschen Investmentgesellschaften bei der Planung ihrer Liquiditätsreserven nicht an den Börsenkursen orientieren. Die KAG's in den USA verfügen dagegen über ein relativ kontinuierliches Mittelaufkommen, das nicht in zu großem Umfange durch die Börsenlage beeinflußt wird. Dieser stetige Mittelzufluß dürfte, wie wir später noch sehen werden, auf eine vom deutschen Investmentangebot unterschiedliche Produktgestaltung zurückzuführen sein. Angesichts dieser Tatsache kann man davon ausgehen, daß die Liquiditätsreserven bei den amerikanischen Investmentgesellschaften mehr durch die Anlagepolitik als durch mögliche Zertifikatsrücknahmen bestimmt werden. Sie besitzen somit gegenüber ihrer deutschen Konkurrenz eine größere Dispositionsfreiheit bezüglich der liquiden Mittel.

Von den drei angeführten Teilaspekten des Liquiditätsphänomens - der Zahlungsfähigkeit, der Liquiditätsreserve und der Liquidierbarkeit - besitzt ausschließlich die Zahlungsfähigkeit Zielcharakter.

"Liquiditätsreserven können nicht Gegenstand von Zielentscheidungen sein. Vielmehr handelt es sich um Mittel, die zur Liquiditätssicherung eingesetzt werden Die Liquidierbarkeit ist demgegenüber durch die Zeitgröße der Liquidationsdauer zu erfassen. Sie bringt einen Time-lag, d.h. die zeitliche Verzögerung des Liquidationsprozesses zum Ausdruck und besitzt somit Konsequenzen für die Mittelentscheidungen des Unternehmens."⁸⁶⁾

86) Vgl. Heinen, E.: Zielsystem, a.a.O., S. 76.

TABELLE 2

Vergleich des Dow-Jones Index mit dem Mittelaufkommen
der amerikanischen Investmentfonds von 1957-1966.

Quelle: Investment Companies 1967

Ed. by: A. Wiesenberger S.20 ff.

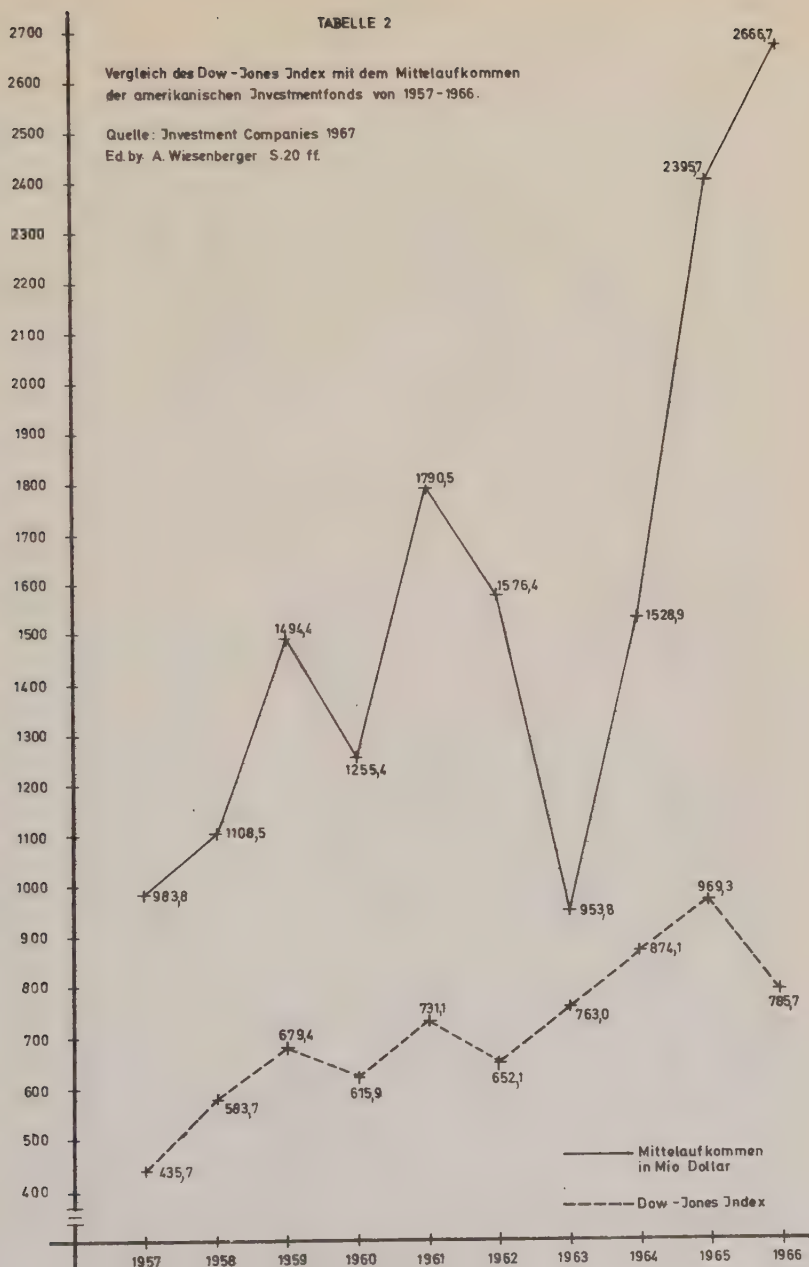
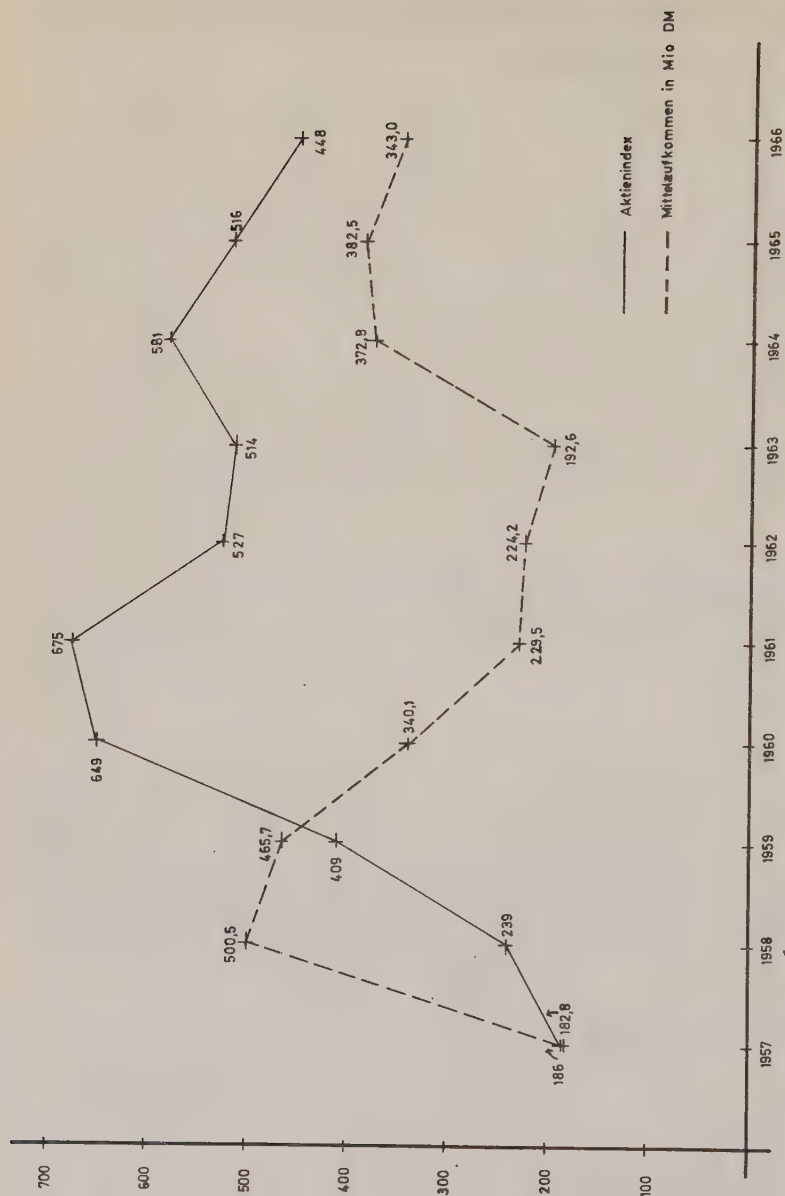
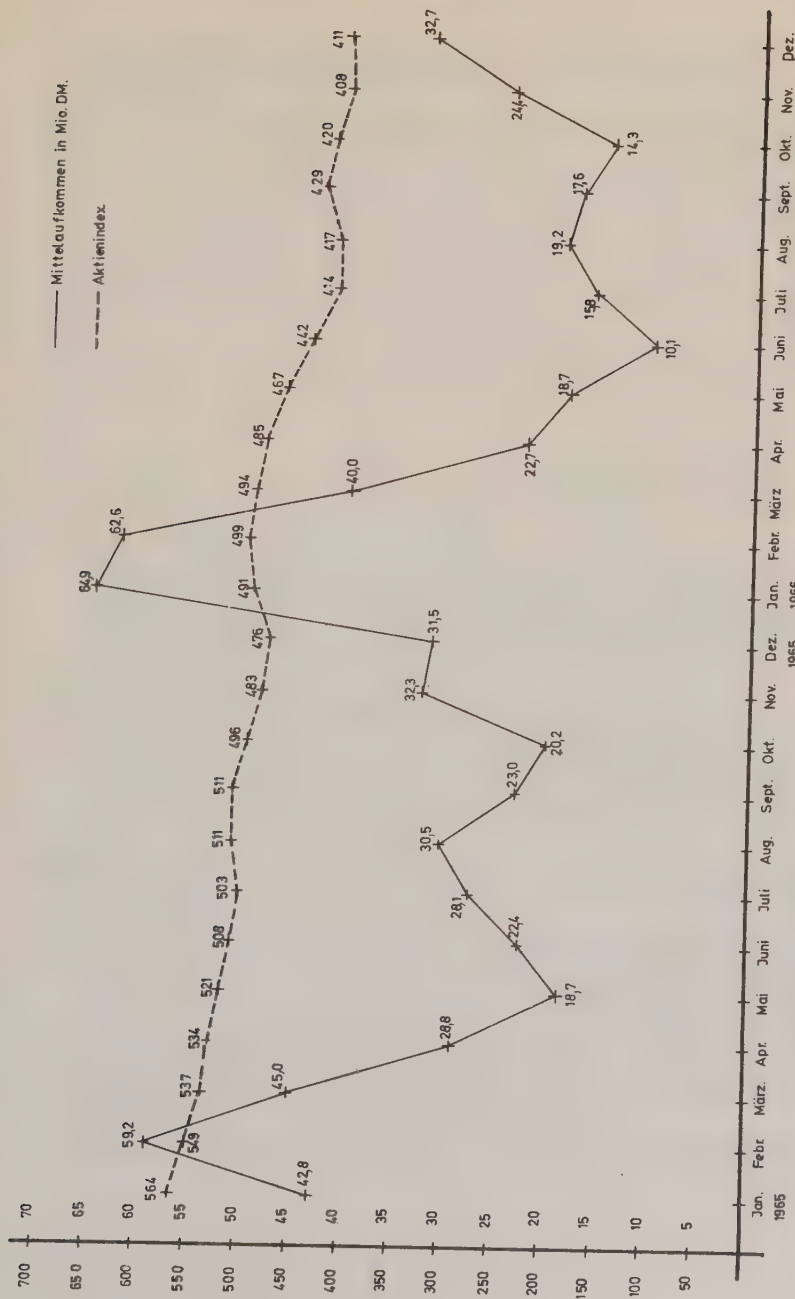


TABELLE 3



Vergleich des Aktienindex des Statistischen Bundesamtes mit dem Mittelzufluß der deutschen Investmentfonds von 1957-1966
 Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Februar 1967, S.82 und 84

TABELLE 4



Vergleich des Aktienindex des Statistischen Bundesamtes mit dem Mittelaufkommen der deutschen Investmentfonds von Januar 1965 bis Dezember 1966.
Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Februar 1967 S. 67.

3. Wirtschaftliche Macht und Investmentgesellschaften

Neben dem Gewinnstreben in seiner modifizierten Form - der Optimierung der Eigenkapitalrentabilität - und der Sicherung der Liquidität können Unternehmen - also auch Investmentgesellschaften - u.a. das Ziel der Wirtschaftlichkeit, Streben nach Umsatz oder ethisch-soziale Ziele verfolgen.⁸⁷⁾ Es dürfte sich hierbei meist um Suboptimierungsziele der Unternehmung handeln. Diese Ziele stellen also gleichzeitig wieder Mittel zur Erreichung der gesetzten Endziele dar.⁸⁸⁾ An dieser Stelle soll untersucht werden, ob Investmentgesellschaften Machtfaktoren darstellen, ob sie Einfluß auf andere Gesellschaften ausüben können.⁸⁹⁾

Als Medium, mit dessen Hilfe Kapitalanlagegesellschaften Macht ausüben können, wird das Depotstimmrecht angesehen.⁹⁰⁾⁹¹⁾⁹²⁾ Das

87) Vgl. Fisk, H.: Marketing System. An introductory Analysis, New York, Evanstone, London, Tokyo 1967, S. 70 ff.; Engels, W.: Betriebswirtschaftliche Bewertungslehre im Lichte der Entscheidungstheorie, Köln-Opladen 1962, S. 53 ff.; Meinen, E.: Zielsystem, a.a.O., S. 59 ff.; Koch, H.: Betriebliche Planung, Grundlagen und Grundfragen der Unternehmungspolitik, Wiesbaden 1961, S. 15 ff.

88) Zum Begriff der Suboptimierung vgl. Fisk, H., a.a.O., S. 13. Nach u.W. ist bisher weder in der Betriebswirtschaftslehre noch in der auf die Betriebswirtschaftslehre angewandten Entscheidungstheorie eine umfassende Theorie der Suboptimierung entwickelt worden, welche das Verhältnis zwischen End- und Suboptimierungszielen, aber auch zwischen den Suboptimierungszielen selbst analysiert.

89) Zum Begriff der Macht vgl. König, K.: Herrschaft, in: Soziologie Hreg. König, K., Frankfurt/M. 1958, S. 112 ff.; Hoffmeister, J., a.a.O., S. 389.

90) Unter Macht wird hier nur die Möglichkeit verstanden, auf dritte Gesellschaften mit Hilfe des Depotstimmrechts einwirken zu können. Bei Einfluß der Investmentgesellschaften durch ihre Geschäftstätigkeit auf die Börsenkurse fällt nicht hierunter. Vgl. hierzu Report 1966, a.a.O., S. 24 ff. und S. 299ff.; Wharton-Report, a.a.O., S. 21 ff. und S. 360 ff. Worret dagegen behandelt die Machtfrage vornehmlich im Zusammenhang mit der Stellung der Banken als Kreditgeber, vgl. Worret, F.: Bankpolitik als Machtfrage, Berlin 1955.

91) Eine Erörterung dieser Frage wird deshalb für angebracht ge-

deutsche Investmentgesetz bestimmt hierzu, daß die KAGs das Stimmrecht aus den im Sondervermögen befindlichen Aktien in der Regel selbst ausüben sollen; wenn dies nicht geschieht, kann dieses Recht für den Einzelfall durch eine dritte Person ausgeübt werden.⁹³⁾

Normalerweise geschieht dies durch die Gesellschafterbanken. In welchem Umfange hierbei durch die Investmentgesellschaft Weisungen erteilt werden, ist bei der zurückhaltenden Auskunftsfreudigkeit der deutschen KAGs nicht ergründbar. Da bis jetzt nicht das Gegenteil bekannt oder nachgewiesen wurde, ist anzunehmen, daß die Depotstimmrechte der Investmentgesellschaften immer zugunsten der Leitung der jeweiligen Aktiengesellschaft abgegeben wurden.⁹⁴⁾ Die deutschen Investmentgesellschaften üben also ihr Stimmrecht bei den Portfeuille-Gesellschaften sehr konservativ aus.

halten, weil dem Verfasser in vielen Diskussionen mit Vertretern amerikanischer Investmentgesellschaften immer wieder anhand des Depotstimmrechts der "schädliche" Einfluß des deutschen Universalbankprinzips auf die deutschen Kapitalgesellschaften darzulegen versucht worden ist. Man verweist dann ohne nähere Erklärungen auf die Trennung der Kreditbanken vom Wertpapiergeschäft in den USA. Daß mit der gesonderten Behandlung des Depotstimmrechts nicht die ganze Problematik der Beziehungen zwischen KAGs und ihren Gesellschafterbanken dargestellt wird, liegt auf der Hand. Weitere Probleme, wie z.B. die Auswirkungen dieses Konnexes auf die Effizienz des Managements werden an anderer Stelle behandelt.

92) Zum Depotstimmrecht vgl. vor allem Wiethölter, A.: Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, Karlsruhe 1961 und die dort angegebene Literatur.

93) § 9, Abs. 1 KAGG.

94) "Als Aktionäre sind die Investmentfonds von den Verwaltungen der Aktiengesellschaften im allgemeinen gern gesehen. Eine Opposition von dieser Seite hat es in den Hauptversammlungen während der letzten Jahre nicht gegeben ... Die Verwaltungen können also davon ausgehen, daß die Fondsleitungen in den Hauptversammlungen im Sinne der Verwaltungsvorschläge stimmen", in: Der Aktienbesitz der deutschen Investmentfonds, in: FAZ Nr. 303 v. 31.12.1962; ebenso Baehring, B.: Die wahre Geldanschauung, 2. Aufl., München 1960, S. 102 ff.; ders.: Hauptversammlungs-Eindrücke, in: ZfK 1965, S. 320 ff.

Nicht viel anders sind die Verhältnisse bei den amerikanischen Investmentgesellschaften. Es liegt hier zwar eine Trennung der Banken von den Geschäften der Kapitalanlagegesellschaften vor.⁹⁵⁾ Die von deutscher Seite für die Verhältnisse in eigenem Lande immer wieder geforderte Trennung des Wertpapier- und Kreditgeschäfts⁹⁶⁾ ist in den USA streng durchgeführt; ein auf allen Gebieten anderes geschäftspolitisches Verhalten wird dadurch bei den amerikanischen mutual funds⁹⁷⁾ auch nicht hervorgerufen.

Mangels einer Verbindung zu Gesellschafterbanken ist eine Delegation der Stimmrechtsausübung an diese nicht möglich. Die Investmentfonds üben das Stimmrecht also selbst aus. Und zwar meist in einer Weise, die sich von der Handhabung bei den deutschen Investmentgesellschaften durch nichts unterscheidet⁹⁸⁾. Im Wharton-Report heißt es hierzu:

"Institutional investors, including mutual funds, have been criticized frequently in recent years for precisely the opposite failing - namely, for failing to function as active and independent stockholders, and for tending to lend uncritical support to existing management."⁹⁹⁾

Obwohl die amerikanischen Investmentgesellschaften manchmal über einen ansehnlichen Teil des Aktienkapitals einer Gesellschaft ver-

95) Vgl. Wiethöller, R., a.a.O., S. 171 ff.

96) Vgl. hierzu vor allem Engler, H.W.: Vor Aktien wird gewarnt, München-Bern-Wien 1967.

97) Es handelt sich hierbei um einen allgemein gebräuchlichen Ausdruck, der das gleiche bedeutet wie "open-end investment company". Vgl. z.B. Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 5; NASD training guide 1965 Ed. by National Association of Securities Dealers, Inc. Washington D.C. 1965, S. 46. Im folgenden Zitiertweise: Training Guide 1965.

98) Vgl. hierzu Louis, A.M.: The Mutual Funds have the votes, in Fortune, Mai 1967, S. 150 ff. und S. 205 ff.

99) Wharton Report, a.a.O., S. 26; ebda, S. 417; ebenso Manhattan Fund, Inc. Prospekt v. 28. Juli 1966, S. 2; "It is not the policy of the Fund to invest for management or control."

fügen,¹⁰⁰⁾ geben sie ihre Stimmen meist zugunsten der Leitung der jeweiligen Gesellschaft ab. Sind sie mit dem Management oder der Geschäftsentwicklung einer Portefeuille-Gesellschaft nicht zufrieden, ziehen sie es vor, deren Aktien zu verkaufen.¹⁰¹⁾

Die Investmentgesellschaften geben mehr mit ihren eigenen Anlageentscheidungen, mit dem An- und Verkauf von Aktien, ihre Ansicht über die Lage anderer Gesellschaften ab. Dies trifft für amerikanische und deutsche Investmentgesellschaften zu.

Das Depotstimmrecht dürfte also in beiden Ländern von den jeweiligen KAGs in derselben Art und Weise ausgeübt werden. Die amerikanischen Investmentgesellschaften sind zwar nicht gehalten, ihre Mitgliedschaftsrechte an dritte Gesellschaften, an Banken zu delegieren; hieraus aber einen Wettbewerbsvorteil für die KAGs in den USA zu konstruieren, um dem potentiellen Anleger einen weiteren plausiblen Kaufanreiz zu geben, ist nicht möglich. Die deutschen Investmentgesellschaften sind zwar eng mit dem Bankwesen ihres Landes verbunden. Sie delegieren auch in den meisten Fällen die Ausübung des Stimmrechts an ihre Gesellschafterbanken. Diese Tatsache aber den deutschen KAGs im Vergleich zu ihrer Konkurrenz anzulasten, ist verfehlt. Denn wie das Stimmrecht de facto in den beiden Ländern gehandhabt wird, besteht hier kein Unterschied. Nach den gesetzlichen Möglichkeiten zu urteilen, haben die amerikanischen Investmentgesellschaften eine größere Chance, auf ihre Portefeuille-Gesellschaften Einfluß auszuüben. Das KAGG

100) So kontrolliert z.B. die Firma E.W. Axe & Co mit ihren Fonds 18,3 % des Kapitals der Kirby Petroleum, 17,2 % bei City Investing, 12,9 % bei General Bronze usw. Vgl. Louis, A.M., a.a.O., S. 153; ebenso Wharton Report, a.a.O., S. 24 ff. und S. 401 ff.; Report 1966, a.a.O., S. 307 ff. Angaben über die kapitalmäßige Beteiligung der deutschen Investmentgesellschaften finden sich bei Orth, H.: Die Anlagepolitik der Investmentgesellschaften, in: Das Wertpapier, 1964, S. 367ff. und S. 388 ff.; ebenso Orth, H.: Die Entwicklung der Investmentfonds, in: Das Wertpapier, 1965, S. 283 ff.

101) Vgl. Wharton Report, a.a.O., S. 26 und S. 417-420.

schreibt vor, daß eine Investmentgesellschaft für alle von ihr verwalteten Sondervermögen Wertpapiere desselben Ausstellers nur insoweit erwerben darf, als bei Aktien ihr Gesamtnennbetrag 5 vom Hundert des Nennkapitals der Gesellschaft nicht übersteigt.¹⁰²⁾ Der ICA dagegen sieht grundsätzlich keine derartigen Beschränkungen vor. Aus steuerlichen Gründen dürfen Fonds, die als "diversified company" gelten wollen, u.a. 10 % der stimmberechtigten Wertpapiere eines Ausstellers erwerben.¹⁰³⁾ Diese Beschränkung gilt für 75 % des gesamten Vermögens der Investmentgesellschaft. Sie ist demnach in der Lage, 25 % des Fondsvermögens in den Wertpapieren eines einzigen Ausstellers zu investieren. Diese Regelung gilt außerdem für jedes einzelne Fondsvermögen. Eine Beschränkung für alle von einer Investmentgesellschaft verwalteten einzelnen Vermögen gibt es nicht. Die amerikanischen Investmentgesellschaften könnten also einen größeren Einfluß über das Depotstimmrecht auf ihre Portefeuille-Gesellschaften ausüben als dies den deutschen Gesellschaften möglich ist.¹⁰⁴⁾

Die Investmentgesellschaften in der BRD sind also bezüglich der Einflußnahme auf dritte Gesellschaften über das Stimmrecht bedeutend strengeren Regelungen unterworfen als die mutual funds in den USA. Auf Grund dieser Tatsache und dem gleichen konservativen Verhalten bei der Stimmrechtsausübung in den USA ist die Anlehnung der deutschen Investmentgesellschaften an ihre Gesellschafterbanken nicht als Negativum auszulegen.

102) Vgl. KAGG, a.a.O., § 7 Abs. (4).

103) Vgl. ICA, a.a.O., Sec. 5 b 1; ebenso Vademecum 1967, a.a.O., S. 613 f.; Report 1966, a.a.O., S. 39 ff.

104) Vgl. Louis, A.M., a.a.O., S. 152 ff.

II. Ziele der Investmentssparer

Die Investmentgesellschaften können ihr Oberziel, eine angemessene Eigenkapitalrentabilität, nur erreichen, wenn sie ihre Geschäftspolitik optimal an den Anlagemotiven der Zertifikatskäufer ausrichten. Nur über den Absatz von Investmentanteilen sind die Gesellschaften in der Lage, ihre unternehmerischen Ziele zu verfolgen.

1. Information und Investmentanlage

Der Sparer trifft seine Entscheidung für eine bestimmte Investmentgesellschaft nicht unter vollkommener Information.¹⁰⁵⁾ Einmal wird er nicht in jedem Falle einen Überblick über alle Möglichkeiten der Kapitalanlage besitzen. Entscheidet er sich für eine Anlage in Investmentzertifikaten, fehlen ihm oft die Informationen darüber, mit welcher Gesellschaft er seine Anlageziele am besten erreichen kann. Des weiteren sind keine längerfristigen Aussagen darüber möglich, wie sich die Wirtschaftslage, die Kurse der Wertpapiere usw. verändern werden. Die Folge unzureichender Informationen ist das Fehlen einer Entscheidung unter Ungewisheit. Da eine vollkommene Information nicht möglich ist, muß sich der potentielle Investmentssparer selbst ein Urteil über die zukünftige Situation oder mögliche Entwicklung bilden. Er verknüpft dementsprechend mit dem Erwerb von Investmentanteilen bestimmte Erwartungen. Für den Investor ist aber nicht nur sein subjektiver Erwartungswert von Bedeutung, den er zwei oder mehr Anlagealternativen zuordnet, sondern auch die Möglichkeit der Ab-

105) Vgl. im folgenden besonders Heinen, E.: Zielsystem, a.a.O., S. 165 ff. und die dort angegebene Literatur sowie Wittmann, W.: Unternehmung und unvollkommene Information, Köln-Opladen 1959, S. 27 ff.

weichung des tatsächlichen Ereignisses von diesem Erwartungswert. Die positiven Abweichungen können hierbei als Chancen, die negativen als Risiken bezeichnet werden. Bei der Wahl der optimalen Anlagealternative hat der Investorsparer somit seinen Erwartungswert und die Streuung der Abweichungen von diesem zu berücksichtigen.¹⁰⁶⁾ Diese letzte Bestimmungsgröße wird Varianz genannt. Man muß nicht davon ausgehen, daß die Wahrscheinlichkeitswerte der Abweichungen gleich verteilt sind, daß es sich also um eine gleichseitige Verteilung handelt. Es ist nicht zwingend, daß gleichen Risiken auch gleiche Chancen entsprechen.

Der Anleger entscheidet sich für die Investmentgesellschaft, von der er sich am ehesten eine Übereinstimmung zwischen seinem subjektiven Erwartungswert und den tatsächlichen Ereignissen - bei kleinstmöglicher Varianz - verspricht. Er verfolgt damit nach unserer Ansicht nur monetäre Ziele. Die sachkundige Auswahl und Diversifizierung der Wertpapiere durch die Gesellschaft¹⁰⁷⁾ stellt für den Anleger lediglich das Mittel dar, mit dessen Hilfe er seine Investitionsziele erreichen will.¹⁰⁸⁾

106) Vgl. Heinen, E.: Zielsystem, a.a.O., S. 165 f.

107) Vgl. hierzu Doane, R.: Investment Trusts and Funds. From the investor's point of view. Great Barrington Mass. 1966, S. 48; Mutual fund shares. An aid to profit sharing and pension plans. Ed. by. Investment Company Institute, New York o.J., S. 17.

108) Vgl. im folgenden Obst, G./Hintner, O.: Geld-Bank- und Börsenwesen, 35. Aufl., Stuttgart 1963, S. 347 ff.; Loll, M. and Buckley, J.H., a.a.O., S. 204 ff.; Jordan, D.F. and Dougall, H.E., a.a.O., S. 438 ff.; Schäcker, H.E., a.a.O., S. 12; Gnieser, H.: Vorteile des Investmentsparens, in: SZ Nr. 246 v. 14.10.1963.

2. Die monetären Ziele des Investmentsparers

a) Einkommen- oder Wachstumstreben

Der Investmentsparer kann einmal Wert darauf legen, aus den Investmentzertifikaten ein sicheres Einkommen zu beziehen.

Die Einkünfte aus der Kapitalanlage sind dazu gedacht, dem Anleger zusätzliche Geldmittel zum Verbrauch zur Verfügung zu stellen.

Ein Investor, der dagegen über ein gesichertes und ihm ausreichend erscheinendes Einkommen verfügt, wird eher an einem wertmäßigen Wachstum seiner Kapitalanlage interessiert sein. Dieses Ziel wird dadurch zu erreichen versucht, daß er einmal Zertifikate eines Fonds kauft, der in seinem Portefeuille Wertpapiere von Gesellschaften besitzt, die in ihren Geschäftszweigen Wegbereiter des technischen Fortschritts oder Kreatoren neuer Dienstleistungen sind. Hierzu kommt, daß der Investmentsparer in diesem Falle auf die Ausschüttung der Fondserträge verzichtet und somit deren Wiederanlage in neuen Zertifikaten des Fonds vorzieht.

Einkommens- und Wachstumstreben können auch gleichzeitig verfolgt werden. Die beiden Ziele korrelieren dann negativ. Die Zunahme des einen Ziels schwächt die Erreichung des anderen ab.

b) Liquidierbarkeit

Die Liquidierbarkeit der Anlage wird als weiterer Punkt der Investmententscheidung die Aufmerksamkeit des Sparers finden. Durch die Rücknahmeverpflichtungen, die die KAGs eingegangen sind, ist eine Umwandlung der Zertifikate in Geld innerhalb kürzester Frist möglich.

Die Anlage in Investmentzertifikaten soll es ermöglichen, daß der dabei eventuell eintretende Wertverlust so niedrig wie möglich gehalten wird.

C. Das absatzpolitische Instrumentarium der deutschen und
=====
amerikanischen Investmentfonds
=====

Zwischen den Zielen der Investmentgesellschaft und denen der Investorsparer besteht eine enge Interdependenz. Nur wenn die potentiellen Anleger bereit sind, ihr Kapital einer Kapitalanlagegesellschaft zu überlassen, kann diese am Kapitalmarkt als Käufer auftreten und die Erfolgswirksamkeit ihrer Anlagepolitik unter Beweis stellen. Je mehr ihr dies gelingt, um so mehr Sparer werden wiederum bereit sein, Anteile dieser Gesellschaft zu kaufen.

Als Mittel zu dieser Zielerreichung steht einer Investmentgesellschaft der Einsatz des absatzpolitischen Instrumentariums zur Verfügung. Gutenberg hat zuerst für den Industriebetrieb ein derartiges Instrumentarium systematisiert, nämlich die Absatzmethoden, die Preispolitik, die Produktgestaltung und die Werbung.¹⁰⁹⁾ Der Zusammensetzung des Instrumentariums von Gutenberg ist der ältere Marketing-Begriff zuzuordnen, der jenen Bereich der Wirtschaft umfaßt, der damit beschäftigt ist, "die Produkte (und sonstigen Leistungen) vom Erzeuger über die verschiedenen Stufen des Handels zu geleiten und sie dem Verbraucher - oder allgemeiner - dem Verwender zuzuführen. In diesem Sinne ist Marketing mit dem gleichzusetzen, was bei uns seit geraumer Zeit Absatzwirtschaft oder Distribution genannt wird."¹¹⁰⁾

109) Vgl. Gutenberg, E.: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Zweiter Band "Der Absatz", 8. Aufl., Berlin-Heidelberg-New York 1965, S. 123 ff. Im folgenden Zitierweise: Grundlagen II.

110) Nieschlag, R.: Was bedeutet die Marketing Konzeption für die Lehre von der Absatzwirtschaft?, in: ZfHf, N.F. 1963, S. 551.

War in diesem älteren Marketing-Begriff das Postulat der Produktion noch maßgebend, so orientiert sich der neue Marketing-Begriff ausschließlich an den Wünschen und Bedürfnissen des Marktes. Die Wünsche des Kunden werden zum Ausgangspunkt aller betrieblichen Entscheidungen.¹¹¹⁾ War früher mehr die Einstellung vorherrschend, zu produzieren und dann einen Käufer zu finden, so steht heute die Erforschung der Käuferwünsche und eine dementsprechend käuferorientierte Produktion von Waren und Dienstleistungen im Vordergrund. "Die Verbraucher sollen nicht das kaufen, was die Hersteller produzieren, vielmehr soll das produziert werden, was die Verbraucher gerne kaufen möchten."¹¹²⁾ Um das absatzpolitische Instrumentarium der veränderten Marketing-Konzeption besser anzupassen und auf den Handels- und Dienstleistungsbetrieb auszurichten, ist eine stärkere Aufgliederung notwendig. Zu dem oben erwähnten Instrumentarium kommen dann vor allem noch der Standort, der Kundendienst, die Rabattgewährung, Liefer- und Zahlungsbedingungen und Garantieleistungen.¹¹³⁾

Marketing im Investmentwesen hat in den letzten Jahren in Deutschland zunehmend an Bedeutung gewonnen. Ursachen hierfür gibt es mehrere. Einmal ist darauf zu verweisen, daß mit zunehmenden Einkommen ein immer größerer Teil davon auf Dienstleistungen - und damit auf das Investmentwesen - entfällt. Und nach der neueren Marketing-Konzeption werden die Institutionen des Finanzwesens nicht mehr ausschließlich unter dem Gesichtspunkt der Geldhernahme und -ausgabe gesehen, sondern in ihrer Funktion als Anbie-

111) Vgl. hierzu Converse, P.D., Huegy, H.W. and Mitchell, R.V.: Elements of Marketing, 7th Ed. Englewood Cliffs, N.J. 1965, S. 8 ff.; ebenso Fischer, A.J.: Marketing als Instrument der Unternehmensführung, in: Absatzwirtschaft, Hrg. Hessemüller, B. und Schnauffer, E., Baden-Baden 1964, S. 69 ff.

112) Mellerowicz, K.: Unternehmenspolitik, Band II, Freiburg/Breisgau 1963, S. 18. Im folgenden Zitierweise: Unternehmenspolitik II.

113) Vgl. Nieschlag, R., a.a.O., S. 554 f.

ter von Diensten.¹¹⁴⁾ Mortlock drückt dies mit folgenden Worten aus: "In ... all of the financial industry, we have but one product to sell and that is service."¹¹⁵⁾ Das Mittelaufkommen der deutschen Investmentgesellschaften entwickelte sich zwar von 182.8 Mio DM im Jahre 1957 auf 343.0 Mio DM in 1966; das Vermögen aller deutschen KAGs stieg von 1957 mit 317,146 Mio DM bis 1966 auf 2,904 Milliarden DM. Trotzdem nimmt das Investmentsparen in Deutschland - an internationalen Maßstäben gemessen - eine untergeordnete Stellung ein, wenigstens was die deutschen Gesellschaften betrifft.

Rechnet man das Vermögen der deutschen KAGs auf den Kopf der Bevölkerung um, so ergibt sich bei uns etwa ein Betrag von 60.-- DM, in den USA etwa 620.-- DM, in Großbritannien 750.-- DM und in Frankreich 90.-- DM. Bei diesen Angaben ist allerdings zu berücksichtigen, daß die amerikanischen mutual funds - wie wir noch sehen werden - einen ansehnlichen Teil ihrer Zertifikate im Ausland platziert haben.¹¹⁶⁾ So ist nach eigenen Angaben ein Achtel aller Anteile des Television-Electronics Fund, Inc., der als erster mutual fund 1951 den Verkauf in Europa aufnahm, im Ausland untergebracht.¹¹⁷⁾

Die Aufnahmefähigkeit des deutschen Marktes für Investmentzertifikate wurde besonders in den letzten Jahren von den amerikanischen Investmentgesellschaften erkannt. Sichere Zahlenangaben über das Barmittelaufkommen der mutual funds zu erhalten, stößt auf einige Schwierigkeiten. Die deutschen Banken waren bestrebt,

114) Vgl. Converse, P.D., Huegy, H.W. and Mitchell, R.V., a.a.O., S. 397.

115) Mortlock, E.M.: The Savings and Loan View, in: New Directions in Marketing, Ed. by Webster jr., F.E., Chicago 1965, S. 725.

116) Vgl. hierzu Securius: Die neue Politik der Fonds, in: Die Zeit, Nr. 8 v. 19.2.1965.

117) How U.S. funds lure overseas investors, in: BuWe v. 31.12.1966, S. 67.

den Erfolg der ausländischen Gesellschaften zu verniedlichen. So bezifferte die Deutsche Bank den Absatz der gesamten ausländischen Investmentgesellschaften für 1965 mit 76,9 Mio DM und für das erste Halbjahr 1966 mit 73,6 Mio DM.¹¹⁸⁾ Es handelt sich hierbei u.E. mehr um eine Fehlinformation der Öffentlichkeit als um eine Tatsache. Andere Schätzungen des echten Sparaufkommens schwanken zwischen 200 und 400 Millionen DM, wovon der größte Teil auf amerikanische Investmentgesellschaften entfällt.¹¹⁹⁾ Diese sind ihrerseits mit Äußerungen über ihre Absatzerfolge sehr zurückhaltend, weil sie den deutschen Banken nicht noch mehr Grund zur Beunruhigung geben wollen. Aus zuverlässigen Quellen wissen wir, daß z.B. das echte Sparaufkommen der Investors Overseas Services Ltd. (S.A.), bekannt unter der Bezeichnung "IOS", die in Deutschland neben ihrem eigenen Fund of Funds (FOF) und dem IIT ca. 120 andere mutual funds vertreibt und sich als die größte Investment-Vertriebsgesellschaft der Welt bezeichnet, im Jahre 1966 in der BRD ca. 55 Millionen US\$ betrug. Das gesamte Mittelaufkommen der deutschen Investmentgesellschaften belief sich im gleichen Jahr auf 343,0 Mio DM. Da auch die anderen Vertriebsgesellschaften nicht untätig sind, kann man sich an Hand dieser Zahl ein Bild davon machen, welche Summen durch die Käufe ausländischer Investment-Zertifikate dem deutschen Kapitalmarkt entzogen werden.

Wir wollen im folgenden untersuchen, ob dieser Geschäftserfolg auf den unterschiedlichen Einsatz des absatzpolitischen Instrumentariums¹²⁰⁾ bei den deutschen und amerikanischen KAGs bzw.

118) Vgl. hierzu: Konjunkturdämpfung vorweggenommen?, in: HB, Nr. 202 v. 20.10.1966.

119) Vgl. hierzu Hagelstein, B.: Die Invasion aus Amerika, in: IK Sonderbeilage Dez. 1966, S. 1; Verkaufserfolge ausländischer Fonds, in: Baf i Nr. 163 v. 18.7.1966.

120) Für Geschäftsbanken ist der Ausdruck "marktpolitisches Instrumentarium" zutreffender. Absatz und Beschaffungsbereich stehen sich hier gleichwertig gegenüber. Instrumente wie die Standortwahl und die Absatzmethoden eignen sich in gleicher Weise für die Gewinnung von Depositen wie die Hergabe von

deren Vertriebsorganisationen zurückzuführen ist. Es soll also versucht werden, die Erfolgskomponenten des Absatzes amerikanischer Investmentanteile in Deutschland herauszuarbeiten. Etwaige Unterschiede in der Marketing-Konzeption zwischen den Investmentgesellschaften in beiden Ländern sind darzustellen.

Spezielle Literatur und Forschungsergebnisse über Marketing bei Investmentgesellschaften liegen bis jetzt sehr spärlich vor. Diese Feststellung gilt auch für alle anderen Dienstleistungsgebiete. Marketingprobleme im Bankbetrieb werden meist nur in bezug auf die Universal- bzw. Depositenbank behandelt.¹²¹⁾

Durch die Analyse der Konkurrenzsituation der deutschen und amerikanischen Investmentfonds wird ein Gebiet der Bankpolitik behandelt, das in den letzten Jahren sehr an Aktualität gewonnen hat. Auf keinem Sektor der finanziellen Dienstleistungen dürften dabei soviel eingefahrene und überlieferte Vorstellungen über Bord geworfen worden sein wie hier. Ein Ausspruch von Gross, den er allerdings in einem anderen Zusammenhang brachte, bringt diese Umwandlungen kurz und prägnant zum Ausdruck: "A running battle with tradition and conservatism has started."¹²²⁾

Kredit. Der Kunde nimmt auf der Aktiv- und Passivseite eine dominierende Stellung ein. Bei Investmentgesellschaften trifft dies nur für die Absatzseite zu. Die Effektenbeschaffungspolitik wird durch den Einsatz des "absatzpolitischen Instrumentariums" nicht so direkt tangiert. Wir wollen deshalb im folgenden vom "absatzpolitischen Instrumentarium" der Investmentgesellschaften sprechen. Vgl. hierzu auch Aust, E.: Der Wettbewerb in der Bankwirtschaft, Frankfurt/M. 1963, S. 217; Krümmel, H.J.: Bankzinsen- Untersuchungen über die Preispolitik von Universalbanken, Köln 1964, S. 38.

121) Vgl. Hahn, O.: Das absatzpolitische Instrumentarium der Depositenbanken, in: Österreichisches Bankarchiv 1966, S. 326ff.

122) Gross, H.: The Utilization of the Marketing Concept in German Industry, in: New Directions in Marketing, Ed by Webster jr., F.E., Chicago 1965, S. 693.

An absatzpolitischen Instrumenten einer Investmentgesellschaft werden vor allem behandelt: Die Sortimentezusammensetzung, die Produktvariation, die Preispolitik, der Standort nebst der Absatzmethode, der Kundendienst und die Werbung. Das absatzpolitische Instrumentarium stellt also die Aktionsparameter, mit deren Hilfe die KAG ihre Zielvorstellung verwirklichen will.¹²³⁾

I. Absatzmethoden im Investmentwesen

Mit Hilfe des Distributionsinstruments "Absatzmethode" möchte eine Investmentgesellschaft dem Kunden ihre Leistung nahebringen. Da der Inhalt dieser Leistung und die im Investmentwesen bestimmenden Marktformen mit ausschlaggebend für den Einsatz der Absatzmethode sind, sollen zunächst diese beiden Faktoren untersucht werden.

1. Der Leistungsbegriff und die Marktform im Investmentwesen

Der Begriff der Leistung kommt im Investmentwesen in zweierlei Dimensionen vor.¹²⁴⁾ Einmal wird eine Bestimmung der Leistung für die Zwecke der Erfolgserrechnung, der Kalkulation gesucht.¹²⁵⁾ Diese kostenrechnerischen Ansätze sind für die absatzorientierte

123) Zum Marketing-Research, das dem Einsatz des absatzpolitischen Instrumentariums vorausgeht, vgl. Crisp, D.M.: Absatzforschung, Essen 1959, S. 20 ff.; Kawan, A., a.a.O., S.36 ff.

124) Zum folgenden vgl. vor allem Krümmel, H.J., a.a.O., S. 20 ff.

125) Vgl. hierzu Süchting, J.: Kalkulation und Preisbildung der Kreditinstitute, Frankfurt/M. 1963; Hagenmüller, F.: Bankbetrieb III, a.a.O., S. 173 ff.

Betrachtung nicht geeignet, da sie lediglich auf zwei Eigenschaften der Leistungsobjekte abstellen, nämlich darauf, daß es sich um Stückleistungen oder Wertleistungen handelt. Der Aspekt der Preisbezugsbasis ist somit vorherrschend.¹²⁶⁾ Für unsere Zwecke brauchen wir dagegen einen absatzorientierten Leistungsbegriff. Der Inhalt des gewünschten Leistungsbegriffs tritt klarer hervor, wenn man von der Frage ausgeht, welche typischen Leistungstatbestände Gegenstand der Nachfrage sein können.¹²⁷⁾

Es scheiden einmal die Teilaspekte aus, die keinen potentiellen Investmentsparer veranlassen würden, mit einer KAG Verbindung aufzunehmen. Als Beispiel hierfür kann die Ausgabe von Geschäftsberichten gelten. Dieser Teilleistung kommt zwar für die betriebliche Kalkulation einiges Gewicht zu, jedoch ist sie "nicht absatzfähig (absatzreif), weil unvollständig in bezug auf die Zwecksetzung potentieller Nachfrager".¹²⁸⁾ Aus einer Vielzahl derartiger produktiver und dispositiver Teilleistungen setzt sich die den Kunden angebotene Endleistung zusammen. Durch seine Nachfrage informiert er die Gesellschaft, welche Teilakte mindestens kombiniert werden müssen, um eine absatzfähige Leistung zu erstellen.

Die von der KAG angebotene Leistung wird nicht allein durch die Nachfrage bestimmt. Es können ebenso dem Investmentwesen geschäftlich fernstehende Instanzen festlegen, was als Absatzleistung einer Investmentgesellschaft zu gelten hat. So fordert das KAGG in § 18 Abs. 5, daß zum Zeitpunkt der Ausgabe des ersten Anteilscheines der Wert eines Anteils nicht mehr als DM 100.- betragen darf. Der Gesetzgeber bestimmt somit, was er für einen gewissen Zeitraum als Leistung der Investmentgesellschaft ansieht.

126) Vgl. Krümmel, H.J., a.a.O., S. 31.

127) Ebda. S. 32 ff.

128) Ebda. S. 33.

Bei der Existenz nur je einer Investmentgesellschaft und eines einzigen Kunden würde über den Inhalt der zu erbringenden Leistungen entscheiden, wer die größere Verhandlungsmacht besitzt. Nun befinden sich aber in Deutschland die verschiedenen Investmentgesellschaften untereinander in Konkurrenz. Es ist deshalb darzulegen, in welcher Weise sich diese Wettbewerbsbeziehungen auf den von den Gesellschaften angebotenen Leistungsinhalt auswirken.

Zu diesem Zweck geht man am besten von der historischen Entwicklung aus. Bis 1959/1960 waren am deutschen Markt für Investment-Zertifikate hauptsächlich die deutschen Investmentgesellschaften tätig. Den größten Marktanteil besaßen dabei die KAGs, die die Großbanken zu ihren Gesellschaftern zählen konnten. Was die inländische potentielle Konkurrenz betraf, handelte es sich um einen weitgehend geschlossenen Markt.¹²⁹⁾ Die verschiedenen Zweige der Kreditinstitute waren und sind in unterschiedlichem Ausmaß und Erfolg an Investmentgesellschaften beteiligt. Zum anderen richteten institutionelle Vorschriften Schranken für den Marktzugang auf.

Hierzu sind vor allem die Vorschriften des KAGG und des KWG, die Investmentgesellschaften betreffen, anzuführen. Die wichtigsten, den Marktzugang behindernden Regelungen, sind folgende: Die Deklaration einer KAG als Kreditinstitut, die notwendige Erlaubnis des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen zur Zulassung zum Geschäftsbetrieb, die nötige fachliche Qualifikation, ein Mindesteigenkapital von DM 500.000.-¹³⁰⁾ Dieser relativ geschlossene Gesamtmarkt für Investmentanteile gliederte sich in verschiedene Teilmärkte oder Elementarmärkte auf.¹³¹⁾ Diese Elementarmärkte

129) Vgl. Möller, H., a.a.O., S. 39.

130) Vgl. hierzu auch Alhadeff, E.A.: Monopoly and Competition in Banking, Berkeley and Los Angeles 1954, S. 24.

131) Vgl. hierzu Stackelberg, H.v.: Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre, Zürich-Tübingen 1951, S. 219 ff.; ebenso Stützel, W.: Konkurrenzfragen des Kreditgewerbes, in: ZfK 1960, S. 810; Zimmerer, C.: Der Markt für Bankleistungen, in: WuW 1957, S. 350.

stimnten grundsätzlich mit den Absatzmärkten der Gesellschaftsbanken für ihre üblichen Leistungen überein. Die Gründe dafür werden an späterer Stelle behandelt.¹³²⁾ Die Nachfrageseite gliederte sich in eine Vielzahl von Wirtschaftseinheiten auf. Infolge fehlender Markttransparenz und der Firmentreue der Anleger waren die Elementarmärkte in etwa gegeneinander abzugrenzen. Die Konkurrenzsituation stellte sich also für die deutschen Investmentgesellschaften in Form eines Angebots-Oligopoloids dar.¹³³⁾

Durch die Existenz von Präferenzen trafen sich auf einem unvollkommenen Markt einige wenige Anbieter mit einer Vielzahl von Nachfragern. Auf dem Gebiete des Investmentwesens kann auch bei unvollkommenen Märkten die Zahl der Anbieter bzw. der Nachfrager als Kriterium für die Unterscheidung der verschiedenen Marktformen herangezogen werden.¹³⁴⁾ Das ist vor allem deswegen möglich, weil auf Grund vorhandener statistischer Unterlagen die Marktanteile der einzelnen Anbieter und die Nachfragestruktur relativ genau zu bestimmen sind.¹³⁵⁾

Durch das Auftreten ausländischer, insbesondere amerikanischer Investmentfonds, änderte sich diese Situation für die deutschen KAGs.

132) Vgl. das Kapitel über die Vertriebsmethoden der deutschen Investmentgesellschaften.

133) Diese Feststellung gilt vor allem für den Wettbewerb zwischen den einzelnen Institutsgruppen. Eine Monopolstellung kann sich dagegen aus örtlichen Präferenzen ergeben, wenn z.B. an einem Orte nur eine einzige Investmentgesellschaft bzw. ein Institut ihrer Gesellschafterbank vertreten ist. Vgl. hierzu Schleicher, H.: Der Wettbewerb im deutschen Kreditgewerbe, in: Österreichisches Bankarchiv 1962, S. 206-227.

134) Vgl. hierzu Gutenberg, E.: Grundlagen II, a.a.O., S. 185 f.; ebenso Recktenwald, H.C.: Zur Lehre von den Marktformen, in: Preistheorie Hrg. Ott, A.E., Köln-Berlin 1965, S. 69ff.

135) Vgl. z.B. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank Kap. V, Tabelle "Kapitalanlagegesellschaften".

Die amerikanischen Investmentgesellschaften - oder präziser ausgedrückt, deren Vertriebsgesellschaften - waren einmal dem deutschen Kapitalanlagegesetz nicht unterworfen.¹³⁶⁾ Institutionelle Vorschriften behinderten ihren Zutritt zum Investmentmarkt nicht. Zum anderen traten sie damals mit einem Leistungsangebot auf den Markt, das sich von dem der inländischen Investmentgesellschaften wesentlich unterschied. Wie die oben dargelegten Absatzerfolge beweisen, beschnitten sie in empfindlicher Weise die Marktanteile der etablierten Gesellschaften und nutzten die offenbar vorhandenen Angebotslücken.

Neben dem Gesetzgeber und den im Investmentwesen als einzelne Personen verhandlungsschwachen Nachfragern kann somit gerade bei einem Angebots-Oligopoloid die Angebotskonkurrenz den Inhalt der Absatzleistungen mitbestimmen. Durch das Angebot der Konkurrenz und dessen Abnahme durch die Nachfrage wird somit der Leistungsinhalt der übrigen Gesellschaften mitbestimmt. In Anlehnung an Krümmel können wir also Absatzleistungen von Investmentgesellschaften als jene Einzelleistungen und jene Zusammenfassungen von Einzelleistungen (Leistungskonglomerat) bezeichnen, "die die jeweils stärkere Marktseite als absatzfähig bezeichnet, indem sie sie so und nicht anders anbietet oder nachfragt".¹³⁷⁾

2. Ein Vergleich der Absatzmethoden der deutschen und amerikanischen Investmentgesellschaften auf dem deutschen Markt

Die Absatzmethode umfaßt alle Entscheidungen des Unternehmens über das Vertriebssystem, die Absatzform und die Absatzwege.

136) Vgl. Erlass des Finanzministeriums von Nordrhein-Westfalen vom 23.2.1965, S. 2180 -4 - VB (FN 1965, S. 53).

137) Krümmel, H.J., a.a.O., S. 38.

Das Vertriebssystem regelt den zentralen oder dezentralen Vertrieb der Absatzleistung. Die Absatzform legt fest, ob dieser Verkauf mit betriebseigenen oder betriebsfremden Verkaufsorganen vorgenommen wird. Der Absatzweg bestimmt schließlich, ob die Leistung dem Kunden direkt oder indirekt angeboten wird.¹³⁸⁾

a) Die Funktionsausgliederung bei den amerikanischen Investmentgesellschaften

Die meisten mutual funds sind nach den Gesellschaftstyporganisiert. Sie werden also in der Rechtsform der Aktiengesellschaft betrieben. Um den Aufbau einer amerikanischen Investmentgesellschaft zu verstehen, ist es nötig, sich die Trennung von Handelsbanken (commercial banks) und Wertpapierbanken (investment banks) vor Augen zu halten.¹³⁹⁾ Die Leitung der Gesellschaft wird im sog. board of directors verkörpert, der bestimmt, welche seiner Mitglieder mit Geschäftsführungsaufgaben und welche mit Aufsichtsratsfunktionen betraut werden.

Die amerikanische Investmentgesellschaft ist nur eine Vermögensmasse, "ein Kumpf ohne Glieder".¹⁴⁰⁾ Die wichtigsten Hauptfunk-

138) Vgl. Gutenberg, E.: Grundlagen II, a.a.O., S. 123 ff.

139) Vgl. hierzu vor allem Wiethöller, H., a.a.O., S. 171 f.

140) Achterberg, E., u.a.: Vereinigte Staaten von Amerika, in: Palyi-Quittner 2, a.a.O., S. 1594. Da hier nur die Grundzüge dargelegt werden sollen, soweit sie für die Geschäftstätigkeit der US-Gesellschaften in der BRD von Bedeutung sind, wird für ein eingehenderes Studium der amerikanischen Investment-Industrie auf die folgende Spezialliteratur verwiesen: Report 1966, Wharton Report und Special study 4; ebenso: Adding up the damage of SEC market study, in: BuWe v. 17.8.1963, S. 88 f.; Wall Street must it defense, in: BuWe v. 27.7.1963, S. 84 ff.; Mutual funds under probing knife, in: BuWe v. 1.9.1962, S. 68 ff.; SEC vs. mutual funds: Congress will decide, in: BuWe v. 10.12.1966, S. 147 ff.; Rosenstiel, F.H.: Sind Investmentanteile eine gute Kapitalanlage, in: FAZ Nr. 224 v. 26.9.1962; ders.: Kritik am amerikanischen Investment-Sparen, in: FAZ Nr. 293 v. 18.12.1963; Mutual funds, in: BZ Nr. 200 v. 9.10.1959.

tionen sind an betriebsfremde Organe ausgegliedert. Hierzu zählen vor allem die Delegierung der Anlagedispositionen und des Vertriebs. "This 'externalization of mangement' is the most striking feature of the industry's organizational pattern."¹⁴¹⁾

Für die Anlageentscheidung wird ein "investment-adviser" bestellt. Dazu wird meist eine eigene Gesellschaft gegründet, die den Namen des Fonds und den Zusatz "Management Company" trägt.

Die Initiative zur Gründung einer KAG kann aber genauso von einer bereits bestehenden management investment company ausgehen, die eine neue Investmentgesellschaft gründet.¹⁴²⁾ Die personellen Beziehungen zwischen dem Direktorium des mutual fund und dem investment adviser sind grundsätzlich sehr eng. Zu einem gesetzlich festgelegten Prozentsatz herrscht Personalunion zwischen der Leitung der KAG und dem adviser bzw. der management investment company.¹⁴³⁾ Außerdem übernimmt der Stifter der Anlageberater für den mutual fund noch administrative Aufgaben, wie z.B. Errechnung des Anteilwertes, Druck und Ausgabe der Geschäftsberichte usw.¹⁴⁴⁾

Den Vertrieb der Anteile, der Aktien der jeweiligen Investment-

141) Report 1966, a.a.O., S. 45.

142) Eine Management investment company kann gleichzeitig mehrere Investmentgesellschaften betreuen, vgl. z.B. Channing-Gruppe mit 5 Fonds, verwaltet von Van Strum & Towne, Inc.

143) Der board of directors darf zu höchstens 60 % aus Direktoren und Angestellten des Fonds und des investment adviser bestehen. Mehr als 50 % des board müssen Personen sein, deren sich der mutual fund normalerweise nicht als broker bedient, die nicht underwriter und nicht investment banker sind. Nicht in der Mehrzahl sollen Direktoren und Angestellte irgendeiner Bank, gleich welchen Charakters, sein; es sei denn, dies war bei Inkrafttreten des ICA der Fall. Dann darf der damals vorhandene Prozentsatz beibehalten werden; vgl. hierzu ICA, a.a.O., Sec. 10. Ebenso: Putting the heat on fund director, in: BuWe v. 7.3.1964, S. 88.

144) Vgl. hierzu Report 1966, a.a.O., S. 91 und Wharton Report, a.a.O., S. 67.

gesellschaft besorgen rechtlich selbständige Vertriebsorganisationen. Die realen Gestaltungsmöglichkeiten sind hierbei vielfältiger Natur.¹⁴⁵⁾ Der "underwriter" oder "distributor" kann die Zertifikate selbst über seine eigene Absatzorganisation vertreiben oder sie zu diesem Zweck an andere Wertpapierhändler weitergeben.

In vielen Fällen werden der Anlageberater und der distributor identisch sein.

Hamilton Management Corporation of Denver, Colorado, ist ein Musterfall für eine derart integrierte Organisation. Diese eine Gesellschaft vereinigt in sich die Funktionen des Anlageberaters für die Investmentgesellschaft und ist zugleich der underwriter und Endverteiler (retailer) der Investmentzertifikate. Der Vertrieb erfolgt bei allen amerikanischen Investmentfonds ausschließlich über salesmen, über Vertreter. Die o.a. Management Corporation beschäftigt z.B. in ihrem Vertrieb ca. 8.000 Vertreter.

Die Verwahrung der Wertpapier- und Kassenbestände obliegt dem sog. custodian, einer Geschäftsbank. Oft ist sie gleichzeitig auch dividend paying agent, d.h. Zahlstelle für die Einlösung der Ertragscheine, und transfer agent. Aufgabe des transfer agent ist es, bei Besitzwechsel der in den USA üblichen Namensaktien die Umschreibung derselben vom alten auf den neuen Eigentümer vorzunehmen.

Schließlich benötigen die Investmentgesellschaften noch eine Institution, die ihre Börsentransaktionen ausführt, da die amerikanischen Geschäftsbanken keine Wertpapiergeschäfte machen dürfen. Dies ist den investment bankers bzw. den Brokern vorbehalten. Dabei handelt es sich jedoch häufig um den gleichen Broker oder investment banker, der auch als investment adviser oder underwri-

145) Vgl. hierzu Special study 4, a.a.O., S. 102 ff.

ter tätig ist.¹⁴⁶⁾

Bezüglich der Absatzmethode der Investmentgesellschaften in den USA können wir zusammenfassend folgendes feststellen.

Es handelt sich um einen dezentralisierten Vertrieb, der mit Hilfe betriebsfremder Verkaufsorganisationen vorgenommen wird. Denn der underwriter und die salesmen (Vertreter) haben gegenüber der KAG die rechtliche Stellung eines Handelsvertreters. Sie tragen das allgemeine Unternehmenrisiko wie jeder selbständige Gewerbetreibende. Sie vermitteln die Kaufverträge für die von ihnen vertriebenen Investmentanteile und beziehen, wie später noch darzulegen ist, dafür die typische Vergütung des Handelsvertreters, nämlich eine Provision.¹⁴⁷⁾ Die Leistung der Investmentgesellschaft wird außerdem den Kunden direkt angeboten. Es werden keine Handelsbetriebe zwischengeschaltet.¹⁴⁸⁾

Bei der Standortwahl spielen für die Investmentgesellschaft in den USA auch keine anderen Faktoren eine Rolle als diejenigen, die allgemein für den Bereich des Wertpapier- und Bankwesens relevant sind. Demzufolge residieren fast alle Investmentgesellschaften und die mit ihnen geschäftlich verbundenen Unternehmen in den Großstädten des Landes.¹⁴⁹⁾ Wegen der weitgehenden Konformität der Wahl des Standorts kommt ihm keine eigenständige Funktion als absatzpolitisches Instrument im Vergleich zu den deutschen Gesellschaften zu.¹⁵⁰⁾

146) Daneben werden auch Management investment companies an der Börse tätig. So erwarb Waddell & Reed an einer amerikanischen Regionalbörse einen Börsensitz, um ihre laufenden Depotregulierungen nicht über Makler vornehmen zu müssen, sondern selbst abwickeln zu können; vgl. hierzu: Amerikanischer "Großhandel" in Aktien, in: IK Nr. 8 v. 18.1.1966.

147) Vgl. Gutenberg, E.: Grundlagen II, a.a.O., S. 135 ff.

148) Zur Unterscheidung zwischen "direkten" Absatz und "indirekten Absatz" vgl. ebda., S. 155 ff.

149) Eine Ausnahme bilden z.B. The Axe-Houghton Funds und der Wellington Fund, Inc.

150) Vgl. Kawan, A., a.a.O., S. 38.

b) Die Vertriebsformen der amerikanischen Gesellschaften in Deutschland

Die mutual funds aus den USA traten vor ca. 3 - 4 Jahren verstärkt auf dem deutschen Markt auf. Vorherige Versuche waren nicht sehr erfolgreich gewesen. So stellten 1960 drei amerikanische Gesellschaften, darunter der Philadelphia Fund, Inc. ihren Verkauf in Deutschland ein.¹⁵¹⁾ Es wurde damals bereits der Abschluß von Kaufverträgen für Investmentzertifikate durch Vertreter vermittelt. Der Hauptgrund für die zeitweilige Aufgabe des Vertriebs war die Neufassung eines Paragraphen der Gewerbeordnung. Nach der alten Bestimmung war der Verkauf, also nicht die Vermittlung von Anteilen verboten. Sofern die Vertreter ausschließlich Bestellungen aufnahmen, war dies nicht untersagt.

In der Neufassung des § 56 Abs. 1 Nr. 1 Abschnitt b der Gewerbeordnung wurde nur das Wörtchen "und" eingefügt, so daß auch die Vermittlung verboten ist, wenn die Initiative nicht von dem potentiellen Kunden ergriffen wird.¹⁵²⁾

Die amerikanischen Investmentgesellschaften übertragen den Verkauf ihrer Anteile in Übersee - und damit auch in Deutschland - entweder einer Tochtergesellschaft oder sie nehmen mit dem Vertriebsinteressenten in den betreffenden Ländern direkt Kontakte auf. Den ersten Weg beschreitet z.B. der Dreyfus Fund Inc. Hier fungiert als underwriter für den Dreyfus Fund International Ltd., der seinerseits ausschließlich in Dreyfus Fund, Inc., investiert, die Dreyfus Corporation of Canada, Ltd. Die Anteile der Dreyfus Fund International Ltd., die in ihrem Portefeuille nur Aktien ihrer Muttergesellschaft hat, werden an Kunden verteilt, die weder in den USA wohnen noch amerikanische Staatsbürger sind.

151) Vgl. hierzu: Keine Investmentanteile mehr über Vertreter, in: FAZ Nr. 236 v. 8.10.1960.

152) Vgl. hierzu Securitus: Amerikanische Investment-Fonds bei uns, in: Die Zeit Nr. 17 v. 24.4.1960.

Ebenso gründete Waddell Reed, Inc., die management investment company der United-Fund-Gruppe, für den Vertrieb ihrer Zertifikate außerhalb der USA die Waddell & Reed International Ltd. Neben organisatorischen sprechen hierfür hauptsächlich steuerliche Gründe.¹⁵³⁾

Von einer Kooperation mit dritten Institutionen abgesehen, werden die Verkäufe amerikanischer Investmentzertifikate ausschließlich durch Vertreter, auch salesmen oder Anlageberater genannt, vermittelt.¹⁵⁴⁾ Neben der z.T. andersartigen Sortiments- und Produktgestaltung stellte diese Vertriebsmethode für ein Wertpapier das einschneidendste Novum dar, mit dem sich das deutsche Investmentwesen und der Anleger seit langem auseinandersetzen mußten. Diese Absatzform stieß denn auch auf die heftigste Kritik. Obwohl die Versicherungswirtschaft die Vertreter-Acquisition seit Jahren kennt und schätzt,¹⁵⁵⁾ rief der Vertrieb von Investmentanteilen durch Vertreterorganisationen zunächst auf der deutschen Seite die lebhaftesten Proteste hervor.

- 153) Zu den steuerlichen Problemen, die sich für den deutschen Inhaber amerikanischer Investmentzertifikate ergeben, vgl. die folgende Spezialliteratur: Rädler, A.J. und Raupach, A.: Deutsche Steuern bei Auslandsbeziehungen München-Berlin 1966; Rado, A.R. und Killius, J.: Neuerungen im amerikanischen Steuerrecht und deren Auswirkungen auf das deutsch-amerikanische Doppelbesteuerungsabkommen, in: Die AG 1967, S. 65ff.; Kerscher, W.: Die Besteuerung der Investment-Gesellschaften und deren Zertifikatsinhaber, in: Die AG 1959, S. 280 ff.; Callmann, H.W.: Die neue Steuergesetzgebung der USA zugunsten ausländischer Investoren, in: DB 1967, S. 95 f.; Debatin, H.: Die Revision des deutsch-amerikanischen Doppelbesteuerungsabkommens (Teil II), in: DB 1965, S. 1754 ff.; Rasch, H.: Steuerfragen um ausländische Investment-Zertifikate, in: ZfK 1960, S. 892 f.
- 154) Obwohl wir uns der Tatsache bewußt sind, daß die Vertreter nicht selbst den Verkaufsabschluß vornehmen, sei uns in diesem Zusammenhang mit der Darstellung ihrer Tätigkeit der nicht genau zutreffende Ausdruck des "Verkaufens" gestattet. Zudem ist die amerikanische Terminologie ebenfalls nicht so präzise, wie das Wort "salesman" zeigt.
- 155) Vgl. hierzu Baehring, B.: Investment auf amerikanisch, in: Kh.M. Nr. 9 v. 26.2.1965; Variationsfähige US-Investmentfonds, in: IK Nr. 157 v. 9.10.1965.

Die Vorwürfe reichten von mangelhafter Beratung über unseriöse Werbung bis zur Anschuldigung des Vertriebs von Zertifikaten im "Hausierhandel".¹⁵⁶⁾

Hauptziel der Angriffe war vor allem die Vertriebsorganisation der IOS. Diese kann für sich den zweifelhaften Ruhm in Anspruch nehmen, die umstrittenste Vertriebsgesellschaft für Investmentanteile zu sein. Zur Begründung dieses Rufes waren folgende Faktoren maßgebend. Einmal war sie in einige Rechtsstreitigkeiten mit der SEC verwickelt, die für sie nicht besonders erfolgreich ausgingen. Des weiteren hatte sie eine Kontroverse mit der Schweizerischen Bankiervereinigung, in deren Folge sie den Vertrieb durch Vertreter in der Schweiz einstellen mußte.¹⁵⁷⁾

Am schwersten aber wog der Vorwurf der unzureichenden Ausbildung ihrer Vertreter. Es handelt sich hierbei um ein Problem, unter dem auch die Investment-Gesellschaften in den U.A. in hohem Maße zu leiden haben. Die folgende Feststellung der SEC gilt nicht nur für die Tätigkeit der IOS in Deutschland, sondern für fast alle Vertriebsorganisationen amerikanischer K.G.s in der BRD: "Recruits are overwhelmingly drawn from persons totally inexperienced in the securities business ..."¹⁵⁸⁾ Nach unseren Erfahrungen sind unter den Vertretern für Investmentanteile hier in Deutschland

-
- 156) Vgl. z.B. Investment-Zertifikate im Hausierhandel, in: S.Z. Nr. 273 v. 15.11.1965; Investment an der Haustür, in: HB Nr. 177 v. 14.9.1965; Gegen Auswüchse der Werbung, in: IK Nr. 24 v. 14.2.1967.
- 157) Vgl. hierzu SEC tackles Swiss Fund, in: BuWe v. 12.2.1966, S. 128 f.; Untersuchungsbericht der SEC gegen IOS v. 3.2.1966 Administrative Proceeding File No: 3-497; Investors Overseas Services accused of selling-unregistered securities in U.S., in: The Wall Street Journal v. 8.2.1966; Bekanntmachung der Schweizerischen Bankiervereinigung in Sachen IOS v. 7.2.1967 Nr. 3569 Z; Wendt, K.: IOS - ein Fall für Interpol?, in: Die Zeit Nr. 9 v. 3.3.1967; IOS vergleicht sich mit Börsenaufsicht, in: HB Nr. 101 v. 30.5.1967; Foreign beachhead on U.S. funds, in: BuWe v. 12.6.1965, S. 146 ff.
- 158) Special study 4, a.a.O., S. 114; ebenso SEC probes no sparts but hints of reform, in: BuWe v. 12.5.1962, S. 120 ff.

nahezu alle Berufe vertreten: Bankkauffleute, Fußballspieler, Versicherungsagenten, Ingenieure, Taxifahrer, Hausfrauen usw. Die Personalauswahl erfolgte bei der IOS nicht so sehr unter dem Gesichtspunkt der Kenntnisse auf dem Finanzsektor, sondern unter dem alleinigen Blickwinkel des Verkaufs. Die zukünftigen Vertreter erhielten zu Anfang eine 1 1/2 tägige Ausbildung, während der ihnen Grundkenntnisse des Investmentwesens und vor allem der von ihnen zu vertreibenden Zertifikate vermittelt wurden. Außerdem wurden z.T. alle 14 Tage Sitzungen sog. "salesmeetings" abgehalten, die sich aber nicht so sehr mit der fachlichen Weiterbildung als vielmehr mit Verkaufspsychologie beschäftigten. Auf Grund dieser Ausbildung den Titel "Anlageberater" für sich in Anspruch zu nehmen, war etwas hochtrabend. Infolge des Druckes der öffentlichen Meinung und des etwas stagnierenden Absatzes entschloß sich die IOS im Jahre 1967, die Aus- und Weiterbildung ihrer Vertreter auf einer breiten und fundierten Basis zu betreiben. Diese forcierte Unterrichtung, verbunden mit einer strengen Personalauslese, führte dazu, daß nach Ansicht der Branche die IOS z.Zt. über die am besten ausgebildeten salesmen verfügt.

Die Lage bei den übrigen Vertriebsorganisationen war und ist ähnlich. Die Beschaffung qualifizierten Personals bildet immer noch für die Organisationen einen Engpass.

Das Augenmerk der amerikanischen Vertriebsgesellschaften war in ihren Gründerjahren hier in Deutschland fast ausschließlich auf den Verkauf ausgerichtet. In der Zwischenzeit hat diese Einstellung einer etwas nüchterneren Betrachtungsweise Platz gemacht. Die Vertriebsorganisationen haben erkannt, daß sie mit dem "hard-selling" langfristig nur dem Ansehen ihrer eigenen Organisationen schaden. Zudem bedeutet für sie ein Vertreter, der über die grundlegenden Formen einer Vermögensanlage informiert ist, einen Vorsprung gegenüber den Banken, die für sich das alleinige Recht der Vermögensberatung des Kunden in Anspruch nehmen.

So lehnt die Deutsche Bank u.a. den Vertrieb von Investmentzertifikaten mit dem Hinweis ab, daß "dann eine echte Beratung des Wertpapierkäufer nicht gewährleistet sei".¹⁵⁹⁾ Die Börsenzeitung vertritt den gleichen Standpunkt, wenn sie schreibt: "Das Effek-
tengeschäft gehört an den Bankschalter und nicht an die Haustür."¹⁶⁰⁾

Brüggemann versteigt sich gar zu folgender Behauptung: "Da der Angebotsfächer dieser Institute (der Banken Anm. des Verf.) auch die Annahme von Spargeldern, den Verkauf anderer Wertpapiere und von Gold umfaßt, ist eine Gewähr dafür gegeben, daß nur dann Investmentanteile verkauft werden, wenn dies der Einkommens- und Vermögensstruktur des Kunden entspricht."¹⁶¹⁾ Die Anlageberater der Sparkassen, denen Brüggemann verbunden ist, würden sich demnach immer genau nach den Vermögensverhältnissen ihrer Kunden erkundigen, um sie dementsprechend beraten zu können. Wir sind der Meinung, daß damit ein z.Zt. noch zu idealistisches Bild vom durchschnittlichen Berater am Bankschalter gezeichnet wird. Eine Übereinstimmung mit den Verhältnissen in der Realität ist nicht gegeben.

Es könnte durch diese Äußerungen der Eindruck entstehen, als stünde es mit der Anlageberatung am deutschen Bankschalter immer zum besten. Ohne in die gleichen Verallgemeinerungen zu verfallen wie die o.a. Stellen von ihrer Sicht aus, sei hierzu folgendes vermerkt.

Das Durchschnittswissen des Bankangestellten, der am Schalter Effektenberatung betreibt, dürfte im allgemeinen nicht besonders groß sein. Ob dieser Sachverhalt auf seine persönliche Einstellung

159) Die Deutsche Bank gibt sich zuversichtlich, in: S.Z., Nr. 251 v. 20.10.1966.

160) Prüfstelle wünschenswert, in: B.Z. Nr. 201 v. 19.10.1966

161) Brüggemann, E.: Brauchen die deutschen Fonds neue Ideen?, in: Der Volkswirt Nr. 10 v. 10.3.1967, S. 380.

zurückzuführen ist oder auf eine mangelnde Schulung durch sein Institut, sei dahingestellt. Feststeht, daß in einem informellen Gespräch auch die Geschäftsführer von Investmentgesellschaften oder Leiter der Effektenabteilungen bei Banken diesen Mißstand zugeben. So berichtete dem Verf. der Geschäftsführer einer der größten deutschen Investmentgesellschaft von folgendem Vorfall: Ein Herr des Anlageausschusses besuchte in Verbindung mit seiner Geschäftstätigkeit in Deutschland zahlreiche Zweigstellen und Filialen von Gesellschafterbanken. Dort stellte er jeweils dem Effektenberater einige Standardfragen, deren richtige Beantwortung keinerlei Schwierigkeiten bereitet hätte. Diese inoffizielle Leistungsstandforschung endete mit einem verheerenden Ergebnis. Die Mehrzahl der Befragten war nicht in der Lage, eine einigermaßen befriedigende Antwort zu geben. Auf Grund der verschiedenartigen Struktur der Gesellschafterbanken von einer einmaligen institutsbezogenen Erscheinung zu sprechen, wäre verfehlt.

Mit dem Beispiel soll nur dargelegt werden, daß das Hervorheben der eigenen Unfehlbarkeit weder bei den deutschen Kreditinstituten noch bei den Vertriebsgesellschaften am Platze ist. Die Kritik dürfte sich aber konsequenterweise nicht nur gegen den Vertrieb von Wertpapieren durch Vertreter richten. Es müßte dann genauso die Vermittlung von Versicherungsverträgen durch ähnliche Absatzformen angeprangert werden.

Die scharfe Reaktion der deutschen Investmentgesellschaften hat einmal ihre Ursache in dem Verkaufserfolg der amerikanischen Gesellschaften. Zum anderen äußert sich dadurch wahrscheinlich das Unbehagen, das man gegenüber dieser, dem deutschen Finanzwesen vollkommen neuen Absatzform empfindet. Der Vertrieb von Wertpapieren, von Investmentzertifikaten durch Vertreter erforderte eine grundlegende Änderung des unternehmerischen Denkens. Ein Eingehen auf die moderne Marketing-Konzeption war und ist bei den deutschen KAGs notwendig. Das Kaufverhalten der potentiellen Kunden hatte sich in den letzten Jahren z.T. grundlegend gewandelt.

Von einem Käufermarkt wurde der Investmentmarkt zu einem Verkäufermarkt. Die Investmentgesellschaften können nicht mehr warten, bis der Kunde die Initiative ergreift. Der Impuls zum Erwerb eines Anteils sollte mehr von der Gesellschaft selbst ausgehen. Daß eine derartige geistige Umstellung hin zur absatz- und kundenorientierten Geschäftspolitik nicht von heute auf morgen möglich war, liegt auf der Hand. Als Erschwernis kam hinzu, daß die deutschen Banken keinerlei Erfahrungen in Aufbau einer Vertreterorganisation besaßen¹⁶²⁾.

Im folgenden soll nun dargestellt werden, welcher Variationen der Absatzform sich die Vertriebsgesellschaften für amerikanische Investmentanteile bedienen und wie sich die deutschen KAGs auf diese neue Vertriebsform eingestellt haben.

Für den Vertrieb amerikanischer Investmentzertifikate in der BRD kommen drei Möglichkeiten in Frage.

Die Investmentgesellschaft kann den Absatz ausschließlich in Regie und Verantwortung einer einzigen Organisation geben. Zum zweiten ist die Zusammenarbeit mit mehreren Vertriebsgesellschaften möglich, die sich entweder ausschließlich mit dem Vertrieb von Zertifikaten beschäftigen oder auch noch andere Vermittlungs- und Handelsgeschäfte durchführen. Außerdem eröffnet sich für die amerikanischen Investmentgesellschaften auch noch die Möglichkeit der Kooperation mit dem deutschen Bankwesen.

ba) Vergabe des Alleinvertriebsrechtes

Waddel & Reed International Ltd. ist z.Zt. in Deutschland die einzige Vertriebsgesellschaft, die ohne eine Anlehnung an dritte Institutionen tätig ist. Sie vertreibt hier die Zertifikate der

162) Vgl. Baehring, B.: Begehrte US-Zertifikate, in: Rh.M. Nr. 13 v. 25.3.1966.

United Funds, Inc. Diese Fonds-Gruppe umfaßt vor allem den United Accumulative Fund, den United Income Fund und den United Science Fund.

In Deutschland werden fünf Verkaufsbüros unterhalten, von denen aus der Vertrieb gesteuert wird. Es werden ausschließlich Vertreter auf Provisionsbasis beschäftigt.

Die Vertriebsgesellschaft, die erst 1964 gegründet wurde, hatte anfänglich Schwierigkeiten personeller und organisatorischer Art zu überwinden. Obwohl die United Fund Gruppe ein Vermögen von ca. 8.8 Milliarden DM verwaltet und damit zu den größten Investmentgesellschaften in den USA zählt, dürfte nach dem Urteil der Branche ihr Marktanteil in Deutschland noch sehr klein sein.

Der alleinige Vertrieb der United Fund Anteile durch die Waddell & Reed International Ltd. in Deutschland ist auf eine genaue Kopierung der amerikanischen Verhältnisse zurückzuführen. Denn in den Staaten werden ihre Anteile ebenfalls durch eine eigene Verkaufsorganisation vertrieben. Nur eine sehr beschränkte Anzahl von Wertpapierhändlern kann außerdem den Kauf der Zertifikate vermitteln.

Die Vor- und Nachteile dieser streng gebundenen Vertriebsform sind folgende.

Einmal hat die Investmentgesellschaft einen sehr starken Einfluß auf die Einheitlichkeit der Verkaufsmethoden. Sie kann die Vertreter nach den gleichen Gesichtspunkten auswählen. Jeder Vertreter kann nach einheitlichen Richtlinien geschult werden. Durch die weitgehende Homogenität des Personals, der Ausbildung und der Vertriebstechniken ist eher der Aufbau eines Images, eines "Markenbildes" möglich.

Diesen Vorteilen steht der Nachteil gegenüber, daß - durch die strenge Absatzform bedingt - die Vertriebsgesellschaft nur einen beschränkten Kundenkreis erreichen kann.

Der Vertriebsradius wird durch die Zahl der Vertreter bestimmt. Einmal verfügt jeder Verkäufer nur über einen begrenzten Bekannten- bzw. Kundenkreis. Er kann außerdem in einer bestimmten Zeiteinheit nur eine relativ gleichbleibende Zahl von Anlageberatungen durchführen.

Die Absatzkapazität der Vertriebsgesellschaft wird also determiniert durch den Vertreterstab und durch die zeitliche Dauer einer Anlageberatung, auch Präsentation genannt. Eine Ausweitung der Absatzchancen wäre einmal möglich durch den Ausbau der Vertreterorganisation und zum anderen durch eine verkürzte Beratung des potentiellen Kunden.

Beide Wege sind nur in gewissem Umfange gangbar.

Einmal dürfte die Beschaffung genügend qualifizierter Vertreter auf Schwierigkeiten stoßen. Auf Grund der großen Personalfluktuation in dieser Branche ist schon die Wahrung des ursprünglichen Personalbestandes nicht leicht.¹⁶³⁾ Eine verstärkte Anwerbung muß außerdem unter dem Gesichtspunkt der Kosten betrachtet werden. Will man zusätzlich einen gewissen Standard in bezug auf die fachliche Qualifikation behalten, ist eine strenge Personalselektion notwendig.

163) In den USA haben die Vertriebsorganisationen der mutual funds die größte Personalfluktuation im gesamten Wertpapierwesen. Vgl. hierzu Special study 4, a.a.O., S. 114; ebenso Report 1966, a.a.O., S. 234. Nach den persönlichen Beobachtungen und den Auskünften, die dem Verf. von den Vertriebsgesellschaften in Deutschland gegeben wurden, kann man hier von den gleichen Verhältnissen ausgehen.

Die Dauer einer Präsentation kann meist auch nicht ohne Einfluß auf die Güte verkürzt werden. Solange die Beratung und nicht das Verkaufen im Vordergrund stehen soll, kommt diese Alternative nur begrenzt in Frage.

Durch die Beschränkungsfaktoren der fachlichen Anforderungen und der zeitlichen Fixierung der Anlageberatung stellt die strenge Vertriebsform für eine Investmentgesellschaft nur einen beschränkt variablen Aktionsparameter dar.

Aus diesen Gründen dürfte sich die Mehrzahl der amerikanischen KAGs für einen Vertrieb ihrer Anteile durch mehrere, voneinander unabhängige Organisationen ausgesprochen haben.

bb) Absatz über verschiedene Vertriebs- und Handelsorganisationen

1) Der Absatz über mehrere Vertriebsorganisationen für Investmentzertifikate

Diesen Weg beschreiten in Deutschland z.B. der Dreyfus Fund International Ltd. und die Fonds der Fidelity-Gruppe, nämlich der Fidelity Capital Fund, Inc., der Fidelity Fund, Inc. und der Fidelity Trend Fund, Inc.

Die Zertifikate dieser Gesellschaften werden z.B. durch folgende Vertriebsorganisationen vermittelt: die IOS, die Dr. Jung KG in München, die Gesellschaft für Finanzberatung m.H. in Düsseldorf und Bache & Co. Frankfurt/M.-München.¹⁶⁴⁾ Diese Organisationen besitzen das Vertriebsrecht für zahlreiche amerikanische Investmentzertifikate.

164) Vgl. Bache gets it foot in the door, in: BuWe v. 20.5.1967, S. 104 ff.

Die Aufgabe der Investmentgesellschaften besteht dabei hauptsächlich in der Bereitstellung der Prospekte und Geschäftsberichte. Auf die Modalitäten der Personalauswahl und der Vertriebs Techniken besitzen sie keinen Einfluß. Ohne den Aufbau einer eigenen Vertriebsorganisation und den Anfall der damit verbundenen Kosten ist es diesen Investmentgesellschaften dadurch möglich, eine Vielzahl von Käuferkreisen in Deutschland zu erfassen. Eine private, unabhängige Vertriebsgesellschaft wäre außerdem in den seltensten Fällen bereit, ausschließlich Anteile einer einzigen KAG zu vertreiben. In diesem Falle müßte gewährleistet sein, daß es sich um ein konkurrenzloses Zertifikat mit ganz speziellen, nicht imitierbaren Vorzügen handelt - eine Bedingung, die in der Realität nicht gegeben ist. Mit Ausnahme der IOS sind alle angeführten Gesellschaften darauf bedacht, nicht Fonds mit den gleichen Anlagezielen zu vertreiben. Ein Konflikt, der aus dem bevorzugten Vertrieb eines bestimmten Zertifikates entstehen könnte, wird damit vermieden.

2) Der Absatz von Zertifikaten über die Außenorganisationen von Versicherungen

Zu Beginn der Vertriebstätigkeit der amerikanischen Investment-Gesellschaften in Deutschland standen die deutschen Versicherungen einem Absatz dieser Zertifikate über ihre Außenorganisationen sehr reserviert gegenüber.

Die Versicherungen befürchteten vor allem, daß der Neuabschluß von Versicherungsverträgen unter dieser Kooperation leiden würde.¹⁶⁵⁾ Diese Bedenken waren aber offensichtlich unbegründet. Den Versicherungsagenten kam es hauptsächlich darauf an, nicht nur ein sehr spezialisiertes Sortiment anzubieten. War ein Kunde

165) Vgl. hierzu Schmitz, H.: Ein Eheangebot ohne Gegenliebe. Die Lebensversicherer wollen keine Investmentanteile verkaufen, in: HB Nr. 96 v. 21.5.1966.

bereits optimal versichert, bestand immer noch die Möglichkeit, ihn zum Kauf von Investmentzertifikaten zu bewegen. Der Fall, daß derartige Anteile anstatt einer Lebensversicherung - mit einer völlig anderen Zwecksetzung - verkauft werden, dürfte bei einem gut geschulten Vertreter sehr selten anzutreffen sein.

Wie die Entwicklungen in der letzten Zeit gezeigt haben, rückten die Versicherungen von ihrer ablehnenden Haltung auch z.T. ab.

So arbeitet der Revere Fund, Inc., dessen Anteile auch über die IOS gekauft werden können, in Zukunft mit der Münchener Lebensversicherung AG zusammen. Die Außendienstorganisation dieser Versicherung hat den Zertifikatsvertrieb des o.a. Fonds mitübernommen.¹⁶⁶⁾

Der Wegbereiter für diese Vertriebsform war die Secur-Invest Gesellschaft für Anlageberatung GmbH & Co. KG in Düsseldorf.

Diese Gesellschaft vertreibt die Anteile der Channing Fund-Gruppe. Die Deutsche Beamtenversicherung (DBV), die an siebenter Stelle der Lebensversicherungen in Deutschland steht, hat der Secur-Invest ihre Außendienstorganisation zur Verfügung gestellt.¹⁶⁷⁾

Für die kooperierenden Unternehmen ergibt sich daraus der Vorteil, daß ihre Vertreter in einem ständigen Kontakt mit dem Kunden bleiben können.¹⁶⁸⁾ Der Versicherungsvertreter kann ein breiteres Sortiment anbieten und verfügt damit über erhöhte Abschlußchancen. Für die Vertriebsgesellschaft ergibt sich durch die Zusammenarbeit mit einer Versicherung eine Vergrößerung ihres

166) Vgl. Investmentehe Revere - Münchener Leben, in: HB Nr. 169 v. 1./2.9.1967.

167) Vgl. Beamtenversicherung deckt Channing-Sparpläne ab. Zusammenarbeit im Vertrieb vereinbart, in: HB Nr. 97 v. 23.5.1967.

168) Vgl. Gutenberg, E.: Grundloggen II, a.a.O., S. 138.

Absatzradius.¹⁶⁹⁾ Sie hat in diesem Falle die Schulung der Versicherungsgagenten zu übernehmen und das Werbematerial zu stellen.

3) Die Zusammenarbeit mit sonstigen Vertriebs- und Handelsorganisationen

Hierzu zählt vor allem der Vertrieb amerikanischer Investmentzertifikate durch das Versandhaus Neckermann und durch den Leserkreis von "Das Beste aus Reader's Digest".¹⁷⁰⁾

Ab September vertreibt Neckermann per Katalog, über seine Kaufhäuser und eine eigene Anlageberatungsgesellschaft u.a. die Zertifikate des Drayfus International Ltd. Fund und des Fidelity Capital Fund, Inc.

Der Kauf von Investmentanteilen per Katalog dürfte zwar z.Zt. die ungewöhnlichste Vertriebsform für Wertpapiere sein, abzulehnen ist sie keineswegs. Denn man kann davon ausgehen, daß das Versandhaus sich genau über seine zukünftigen Geschäftspartner und die Besonderheiten der Branche informiert hat. Wie man aus dem Erfolg des Reise- und Versicherungsgeschäftes ersehen kann, scheut man im Hause Neckermann mit Erfolg nicht vor einer neuen unternehmerischen Konzeption zurück. Ein Gelingen des Absatzes von Investmentzertifikaten über Kataloge und Kaufhäuser würde nicht nur den beteiligten Fonds, sondern der ganzen Investmentbranche zugute kommen. Auf Grund der Versendung von ca. 4,5 Mio Katalogen ist die dabei auftretende Werbewirkung nicht zu unterschätzen. Da nach den Erfahrungen ein Katalog von 4 Personen gelesen wird, bedeutet dies, daß die Investmentgesellschaften auf

169) Vgl. hierzu Behrens, Chr.: Allgemeine Standortbestimmungslehre, Köln-Opladen 1961, S. 68 ff.

170) Vgl. hierzu Effekten per Katalog, in: HB Nr. 139 v. 21./22.7.1967; Investmentsparen über Reader's Digest, in: FAZ Nr. 219 v. 21.9.1967.

einmal eine Vielzahl potentieller Kunden erreichen und auf ihre Leistungen aufmerksam machen können.

Die Anlageberatung entfällt damit keineswegs. Die Anführung der Kapitalanlagemöglichkeiten im Katalog stellt lediglich den Initialzündler dar. Mittels einer beigelegten Antwortkarte können Interessenten um den Besuch eines der 60 Anlageberater nachsuchen.

Der Loomis-Sayles Mutual Fund möchte in Deutschland seine Zertifikate über den Leserkreis von "Das Beste aus Reader's Digest" vertreiben.

Diese Zeitschrift, die in der BRD in einer Auflage von ca. 1,5 Mio Exemplaren erscheint, wird größtenteils im Abonnement vertrieben. Über diesen festen Kundenstamm sollen neue Käuferschichten für den o.a. Fonds gewonnen werden.

Der Loomis-Sayles Mutual Fund kann noch mit einer weiteren Besonderheit aufwarten. Erstmals hat die SEC zugestimmt, daß eine ausländische Bank, in diesem Fall die Bank für Gemeinwirtschaft in Frankfurt, zum Transfer-Agenten eines Fonds bestellt wird. Aufgabe dieser Bank ist es, neue Zertifikate zu schaffen, auszugeben, das Anteilsregister für die Namensaktien zu führen, die Ausschüttungen vorzunehmen und Anteile zurückzukaufen. Durch die Einschaltung der Bank für Gemeinwirtschaft wird es damit erstmals möglich, daß ein amerikanischer Fonds in DM Zertifikate ausgeben kann. Durch diese Konstruktion wird dem Investmentsparer die Möglichkeit geboten, genauso schnell bedient zu werden wie in den USA. Zum anderen entfällt durch die Bestellung einer deutschen Bank als Transfer-Agent die amerikanische Erbschaftsteuer.¹⁷¹⁾

171) Vgl. BfG zum Transfer-Agent bestellt, in: HB Nr. 185 v. 25.9.1967.

bc) Die Kooperation mit dem deutschen Bankwesen

Um an dem Verkaufserfolg der amerikanischen Investmentfonds zu partizipieren, haben sich nach einigem Zögern auch die deutschen Banken entschlossen, direkt oder indirekt den Vertrieb derartiger Zertifikate zu übernehmen.

Folgende Vertriebsgesellschaften für amerikanische Investmentzertifikate arbeiten derzeit mit deutschen Banken zusammen:

Gesellschaft	Fonds	Bank
Veuka, München	Philadelphia	Neuvians, Keuschel München
USA Investor Service O.T. Hess	Founders Mutual Gryphon	Aufhäuser, München
Secur-Invest	Channing-Gruppe	Waldthausen & Co. Düsseldorf
Allgemeiner Anlage- dienst Düsseldorf	Dreyfus, Fidelity, Oppenheim	Trinkaus, Sal. Oppenheim, Brinckmann, Wirtz Düsseldorf
Colon Anlagebe- ratung Frankfurt/M.	Colonial-Gruppe	Koch, Lauteren Frankfurt
Hamilton Management Corp. München	Hamilton	Maffei & Co. München
-. -	Television - Electronics	Westfalen Bank AG Bochum und 7 andere Banken

Als bisher einzige deutsche Großbank hat sich die Commerzbank AG in den Vertrieb der Zertifikate des Dreyfus Fund International Ltd. eingeschaltet.¹⁷²⁾

172) Vgl. hierzu Rund um die Börse 1966. Hrag. Commerzbank AG, S. 20.

Die Secur-Invest, die die Channing-Fund Gruppe vertreibt, hat außerdem in Bayern mit fast allen großen Regionalbanken ein Vertriebsabkommen geschlossen.

Die Anlageberater dieser Vertriebsgesellschaften können bei ihrer Präsentation darauf hinweisen, daß eine deutsche Bank in den Vertrieb eingeschaltet ist und für die Bonität der Zertifikate mit ihrem Namen einsteht. Die Banken fungieren meist als Treuhänder und Zahlstelle. Sie überwachen außerdem die Auswahl und Schulung der Berater und dienen dem Kunden als Auskunftsstelle. Das Münchener Bankhaus Aufhäuser umschreibt seine Tätigkeit für die mit ihr kooperierende amerikanische Investmentgesellschaft folgendermaßen: "Unsere Tätigkeit besteht darin, daß wir die deutsche Kundschaft beraten, informieren und betreuen, daß wir die deutschen Repräsentanten des Founders Mutual Fund unterrichten und kontrollieren, daß wir alle Werbeaktionen überprüfen und in Einklang mit den in Deutschland üblichen Gepflogenheiten bringen, daß wir sodann als Verwahrstelle für Zertifikate deutscher Inhaber tätig sind und schließlich auch alle Transfers der Einzahlungen deutscher Kunden an die Fondsverwaltung vornehmen."¹⁷³⁾ Obwohl das Bankhaus Aufhäuser mit dem Vertrieb amerikanischer Investmentanteile einige Aufgaben und Verantwortung übernommen hat und sicher für Interessenten als "erste Adresse" gelten kann, hat es damit noch nicht die Forderungen anderer deutscher Stellen übernommen.

So fordert z.B. die Börsen-Zeitung für den Absatz dieser Anteile in der BRD folgendes: Zwei deutsche Bankhäuser sollen den Mitvertrieb übernehmen; Pressekonferenzen sollten nur im Beisein von Bankenvertretern stattfinden; mindestens ein deutscher Vertreter sollte dem Beratungsausschuß des ausländischen Fonds angehören usw.¹⁷⁴⁾

173) Securius: Amerikaner in Deutschland, in: Die Zeit Nr. 48 v. 26.11.1965.

174) Vgl. Prüfstelle wünschenswert, in: BZ Nr. 201 v. 19.10.1966, a.a.O.

Diese Wünsche sind weder einer amerikanischen Investmentgesellschaft zumutbar noch von der deutschen Seite durchzuführen. Man kann dieses Verlangen am Beispiel der Vertretung im Anlageausschuß ad absurdum führen. Einmal müßten die KAGs in den USA bei einer Ausdehnung ihres Auslandsvertriebes eine Erweiterung des Anlageausschusses hinnehmen, ohne damit eine Erhöhung der Produktivität zu verbinden. Denn die deutschen Banken dürften nicht in der Lage sein, über das hierfür ausgebildete Personal in hinreichender Zahl zu verfügen. Einmal sprechen die Ergebnisse der deutschen Fonds, die ausländische Werte in ihrem Portefeuille haben, nicht dafür, daß das Management eine besonders glückliche Hand besitzt. Zum anderen fällt es den Banken z.T. auch in ihrem eigenen Kundendienst schwer, entsprechende Fachkräfte einzusetzen. So weiß der Verf., daß am Börsenplatz München mindestens eine der drei überregionalen Großbanken keinen Effektenberater für ausländische Wertpapiere besitzt. Dieser Mangel an Beratung dürfte auch von den vermögenden Kundenkreisen erkannt worden sein. Die zunehmende Geschäftstätigkeit amerikanischer Brokerhäuser wie Bache & Co, Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith ist hierfür ein Indiz.¹⁷⁵⁾ Die Forderung nach einer Vertretung im Anlageausschuß erscheint unter diesen Gesichtspunkten etwas überheblich. Bisher hat auch noch keine deutsche Bank durch den Vertrieb amerikanischer Anteile ihr Mitspracherecht so weit ausdehnen können.

Die verschiedenen Kooperationsformen der amerikanischen Investmentgesellschaften mit dem deutschen Bankwesen zeigen, daß man von einer einheitlichen Front gegenüber der ausländischen Konkurrenz nicht mehr sprechen kann. Wie sich im folgenden erweist, haben auch die deutschen KAGs daraus ihren Nutzen gezogen.

175) Vgl. Brestel, H.: Der Einbruch der Broker, in: FAZ Nr. 108 v. 11.5.1967; Bache-Bank eröffnet, in: HB Nr. 89 v. 10.5.1967.

c) Die Vertriebsmethoden der deutschen Investmentgesellschaften

ca) Die Organisationsform der deutschen Kapitalanlagegesellschaften

Die deutschen KAGs werden bis jetzt ausschließlich in der Rechtsform der GmbH betrieben.¹⁷⁶⁾ Möglich wäre außerdem die Form der Aktiengesellschaft. Für die GmbH ist bei einer KAG ein Aufsichtsrat obligatorisch.

Eine deutsche Investmentgesellschaft verfügt also i.d.R. über einen Geschäftsführer, einen Aufsichtsrat und einen Anlageausschuß. Dabei kann Personalunion zwischen Anlageausschuß und Aufsichtsrat bestehen. Beide Gremien setzen sich, da fast ausschließlich Kreditinstitute Gesellschafter der KAGs sind,¹⁷⁷⁾ aus Bankenvetretern zusammen. Eine Gesellschafterbank fungiert außerdem als Depotstelle für die im Sondervermögen befindlichen Wertpapiere.

Die deutschen Investmentgesellschaften bedienen sich eines dezentralen Vertriebs ihrer Absatzleistung. Der Verkauf wird mit Hilfe betriebsfremder Verkaufsorgane vorgenommen.

Die Frage, ob direkter oder indirekter Vertrieb stellt sich nicht, da Entstehung und Absatz bei Dienstleistungen - und damit auch im Investmentwesen - zusammenfallen.¹⁷⁸⁾

Ihren Standort besitzen mit Ausnahme der Internationalen Kapitalanlagegesellschaft mbH in Essen alle deutschen KAGs an den Börsen-

176) Vgl. § 1 ff. KAGG, a.a.O.

177) Bei der Allfonds Gesellschaft für Investmentanlagen mbH München ist auch eine Nicht-Bank Gesellschafterin, nämlich die Datag Deutsche Allgemeine Treuhand AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft - Steuerberatungsgesellschaft München.

178) Vgl. Parker, D.D.: The Marketing of Consumer Services Seattle 1960, S. 33.

plätzen Düsseldorf, Frankfurt/M. und München. Wie bei den amerikanischen mutual funds kann auch bei den Investmentgesellschaften in Deutschland der Standort nicht als absatzpolitisches Instrument angesehen werden, dessen Anwendung spezifische Probleme aufwirft.

cb) Der Vertrieb über das Zweigstellennetz der Kreditinstitute

Bis zum Jahre 1966 vertrieben die deutschen Investmentgesellschaften ihre Zertifikate ausnahmslos über die Zweigstellen der Banken, die hierbei als Kommissionäre fungierten. Der Vertrieb ist also genauso ausgegliedert wie bei den amerikanischen Gesellschaften, nur daß diesen die vertriebliche Zusammenarbeit mit den Geschäftsbanken in den USA nicht gestattet ist.

Man kann davon ausgehen, daß der Vertriebsradius der einzelnen KAG dabei in etwa übereinstimmt mit der Ausdehnung des Zweigstellennetzes der Gesellschafterbanken. Dies wird auch durch die Statistik belegt, die feststellt, daß Fonds mit überregional organisierten Gesellschafterbanken die meisten Zertifikate platzieren können.¹⁷⁹⁾ Die Investmentanteile einer jeden Gesellschaft können zwar über eine jede Geschäftsbank erworben werden. Die fehlende Markttransparenz bewirkt aber, daß die Ausdehnung des Zweigstellennetzes zur Determinante des Absatz Erfolges wird.

Einmal sind die Fonds-Namen der verschiedenen Gesellschaften nicht wie Markenartikel im Bewußtsein der Kunden eingepreßt.¹⁸⁰⁾ Zum anderen dürften sie in den seltensten Fällen in der Lage sein, zutreffende Wertvergleiche anzustellen. Dies von jedem Effektenberater zu erwarten, ist ebenfalls nicht realistisch; er

179) Vgl. z.B. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Juli 1967, S. 66/67.

180) Vgl. Wiesmann, A.: Lehnt sich Investmentsparen?, in: Rh. M. Nr. 50 v. 10.12.1965.

wird auch vornehmlich am Absatz der "hauseigenen" Zertifikate interessiert sein. Man kann deshalb annehmen, daß bis zum Auftauchen der amerikanischen Konkurrenz die deutschen Investmentgesellschaften von relativ abgeschlossenen Teilmärkten bezüglich des Absatzes ihrer Anteile ausgehen konnten.

Mit der regeren Geschäftstätigkeit der amerikanischen Vertriebsgesellschaften änderte sich aber die Lage. Einmal dürfte dadurch ein Teil der Bankkunden ihre deutschen Zertifikate zurückgegeben und dafür amerikanische Anteile gekauft haben. Zum anderen konzentrierten diese Vertriebsgesellschaften ihre Verkaufsbemühungen vornehmlich auf die freien Berufe.¹⁸¹⁾ Es dauerte dann bis zum Jahre 1966, bis sich die erste deutsche Investmentgesellschaft auf die neue Vertriebsform durch Vertreter einstellte.

cc) Die Kooperation zwischen deutschen und amerikanischen Investmentgesellschaften

Im Jahre 1960 konnte Schimrock noch schreiben, daß der Gedanke des Vertriebs durch bankenunabhängige Absatzorganisationen von den deutschen KAGs aus Kostengründen fallengelassen worden ist.¹⁸²⁾

1966 entschloß sich die Adig, die Zertifikate ihrer sieben Fonds auch über Vertreter vertreiben zu lassen. Sie schloß sich zu diesem Zwecke einer schon bestehenden Vertriebsorganisation für amerikanische Investmentzertifikate an, nämlich der schon mehrmals

181) Vgl. z.B. die Artikel in den folgenden Fachblättern:
Lemke, B.: Wie leben Sie von Ihren Kapitalerträgen?, in: Niedersächsisches Ärzteblatt Nr. 2 Febr. 1965; ders.: Neue Wege zur Altersversorgung der Handelsvertreter, in: Der Industrie- und Handelsvertreter, Nr. 20 v. 15.10.1963.

182) Vgl. Schimrock, H., a.a.O., S. 33.

erwähnten Secur-Invest.¹⁸³⁾

Die Repräsentanten der Secur-Invest haben somit die Möglichkeit, neben den Anteilen der Channing-Fonds auch Zertifikate deutscher Kapitalanlagegesellschaften vertreiben zu können. Mit dieser Sortimentsbreite können sie sich wahrscheinlich auf alle Anlagewünsche der Kunden einstellen. Der Hauptvorteil liegt darin, daß die Börsenkursentwicklung in einem Lande nicht mehr den Wert des gesamten Sortiments trifft. Bei unterschiedlicher Kursentwicklung über längere Zeit in den USA und Deutschland können die Vertreter der Secur-Invest zumindest mit einem Teil ihres Angebots im Geschäft bleiben. Zum anderen ist die Werbewirkung und das Verkaufsargument nicht zu unterschätzen, daß eine deutsche Investmentgesellschaft bzw. deutsche Banken sich zu einer Zusammenarbeit mit einer amerikanischen Vertriebsorganisation bereit erklärt haben.

Die Secur-Invest ist bisher die einzige Vertriebsgesellschaft, die eine derartige Kooperation mit einer deutschen Investmentgesellschaft eingegangen ist. Bei anderen Gesellschaften sollen zwar ebenfalls derartige Pläne ventiliert worden sein, ein Ergebnis zeigt sich aber bis jetzt noch nicht.

Um ihre Angebotspalette zu vergrößern, plante die IOS eine eigene, dem deutschen KAGG unterworfenene Investmentgesellschaft zu gründen.¹⁸⁴⁾ Wegen verschiedener Schwierigkeiten, so u.a. der Zulassung durch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, ist es in letzter Zeit um diese Absicht wieder still geworden. Man ersieht jedenfalls aus diesem Projekt, daß sich in zunehmendem Maße

183) Vgl. hierzu Securius: Fonds auf fremden Pfaden, in: Die Zeit Nr. 1 v. 6.1.1967; ders.: Auf den Nutzen kommt es an, in: Die Zeit Nr. 6 v. 10.2.1967; Adig-Fonds künftig an der "Haustür", in: FAZ Nr. 291 v. 15.12.1966; Adig geht neue Wege im Fonds-Vertrieb, in: SZ Nr. 299 v. 15.12.1966.

184) Vgl. Die Pläne der IOS-Organisation in Deutschland, in: FAZ Nr. 159 v. 13.7.1967.

auch die amerikanischen Vertriebsgesellschaften Gedanken über eine Verbreiterung ihres Sortiments machen.

od) Die Zusammenarbeit mit branchenfremden Institutionen

Hierzu zählt der Vertrieb deutscher Investmentanteile durch die dem Versandhaus Neckermann nahestehende Anlageberatungsgesellschaft und über die Außenorganisation der Bausparkasse Wüstenrot.¹⁸⁵⁾ In das Investmentangebot des Versandhauskataloges gehören von deutscher Seite der Dekafonds I und der Unifonds. Noch vor kurzer Zeit hatte sich die Deutsche Kapitalanlagegesellschaft mbH, die den Dekafonds I verwaltet, skeptisch gegenüber einer zweiten Vertriebsform geäußert.¹⁸⁶⁾

Es werden außerdem Überlegungen angestellt, ob sich die deutschen Investmentgesellschaften die Außenorganisation der Bausparkasse Wüstenrot zunutze machen könnten. Zu dem Kreis der Interessenten sollen neben der Adig (Commerzbank) die Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen (Deutsche Bank) und der Deutsche Investment-Trust (Dresdner Bank) gehören. Die Gespräche befinden sich allerdings erst im Anfangsstadium.¹⁸⁷⁾

In jedem Falle haben die deutschen Investmentgesellschaften bei der Zusammenarbeit mit branchenfremden Organisationen die Verkäufer mit ihrem Leistungsangebot vertraut zu machen und das

185) Vgl. hierzu Neckermann bietet fünf Investmentfonds an, in: SZ Nr. 190 v. 10.8.1967; Neckermann-Fonds, in: Der Spiegel Nr. 37 v. 4.9.1967, S. 46 f.; Neckermann denkt nicht an eigene Bank, in: HB Nr. 157 v. 16.8.1967; Neue Vertriebsformen für Investmentzertifikate, in: IK Nr. 121 v. 15.8.1967.

186) Vgl. hierzu Die Sparkassenfonds schütten weniger aus, in: FAZ Nr. 27 v. 1.2.1967.

187) Vgl. hierzu Großbanken-Fonds durch Wüstenrot?, in: HB Nr. 153 v. 10.8.1967; Adig arbeitet mit Wüstenrot zusammen, in: SZ Nr. 189 v. 9.8.1967.

Irospektmaterial zu stellen. Auf die eigentliche Auswahl des Vertreterpersonals dürften sie dagegen in den seltensten Fällen Einfluß haben.

3. Zusammenfassung

Angeregt und gezwungen durch die zunehmenden Verkaufserfolge der amerikanischen Investmentgesellschaften in der BRD haben die deutschen KAGs in der letzten Zeit den Absatz ihrer Zertifikate über eine Reihe neuer Vertriebsformen aufgenommen. Zwischen den deutschen und amerikanischen Gesellschaften hat eine - bis vor kürzester Zeit für unwahrscheinlich gehaltene - Assimilierung der Vertriebsmethoden stattgefunden. Die Investmentgesellschaften aus den USA lehnten sich stärker an das deutsche Bankwesen an. Hierbei ist zu bemerken, daß vor allem die Privatbankiers auf diesem Gebiete die Wegbereiter waren. Neuvians & Reuschel und Aufhäuser, Waldthausen und Trinkaus nutzten bedeutend eher als ihre größeren Konkurrenten das sich neu erschließende Tätigkeitsgebiet. Diese Neuorientierung der bankunternehmerischen Konzeption durch die Privatbanken kann man mit der Leistung des Pionierunternehmers im Sinne von Schumpeter vergleichen. Die Aufnahme des Zertifikatsvertriebes über Außenorganisationen gehört zu den einschneidendsten und umwälzendsten Neuerungen auf dem Gebiete des Investmentwesens seit seiner Wiedereinführung in Deutschland im Jahre 1950.

Angaben darüber zu machen, wie sich diese neue Konzeption am Markte bewährt, ist noch verfrüht. Vom theoretischen Standpunkte aus betrachtet, ist festzustellen, daß heute kein gravierender Unterschied mehr besteht zwischen den Absatzformen der deutschen und amerikanischen Investmentgesellschaften. Wenn wir an die Zusammenarbeit "Commerzbank - Dreyfus - Fund" erinnern, kann

man sogar sagen, daß sich die amerikanischen Gesellschaften Vertriebskanäle erschlossen haben, die ihnen in den USA kraft Gesetz unzugänglich sind. Aus der Kooperation ziehen also beide Teile ihren Nutzen.

II. Die Sortimentspolitik der Investmentgesellschaften

1. Der Begriff der Sortimentspolitik

Stellt der Vertrieb das Medium dar, mit dessen Hilfe die Investmentgesellschaft ihre Leistungen den Kunden anbietet, so versucht sie, mit der Sortimentspolitik die Anlagewünsche desselben zu erfüllen. Es gilt für die Gesellschaft, sich optimal auf die Anlageziele des Kundenkreises einzustellen, um auf diesem Wege ihre eigenen Ziele erreichen zu können. Es besteht eine enge Interdependenz zwischen dem Leistungsangebot als Mittel der Zielerreichung für den Kunden und der Zielrealisation der KAG.

Die Sortimentspolitik wird meist unterteilt in ihre beiden Aktionsparameter¹⁸⁸⁾, die Festlegung der Sortimentsbreite und der Variation der Einzelleistung.¹⁸⁹⁾ Unter Sortimentsbreite verstehen wir den Bereich des von der einzelnen Investmentgesellschaft überhaupt bereitgestellten Leistungsbündels. Für eine KAG sind die hier bei der Sortimentspolitik zu behandelnden Leistungen das bzw. die Sondervermögen, die sie verwaltet.

188) Zum Begriff des Aktionsparameters vgl. z.B. Meinen, F.: Zielsystem, a.a.O., S. 53.

189) Vgl. hierzu Mellerowicz, K.: Unternehmenspolitik II, a.a.O., S. 52 ff.; Sundhoff, E.: Absatzorganisation, Wiesbaden 1958, S. 20 ff.; Buddenberg, H.: Betriebslehre des Binnenhandels, Wiesbaden 1959, S. 52 ff.

Die Sortimentsbreite bestimmt sich also nach der Anzahl der von einer einzelnen Investmentgesellschaft zu verwaltenden Fonds oder Sondervermögen.

Die Variation der Einzelleistung bezieht sich darauf, mit welcher Ausstattung, mit welchen zusätzlichen Nebenleistungen das einzelne Produkt der Gesellschaft, also ein Anteil am Sondervermögen bzw. am Fonds angeboten wird. Da die Anwendung der Variation des Leistungsinhaltes eng mit der Preis- und Konditionenpolitik verknüpft ist, wird sie hier bei der Sortimentspolitik ausgeklammert und an anderer Stelle behandelt.

2. Die Sortimentsbreite der Kapitalanlagegesellschaften

Die Sortimente der Investmentgesellschaften können nach einer Vielzahl unterschiedlicher, sich nicht unbedingt gegenseitig ausschließender Kriterien eingeteilt werden.¹⁹⁰⁾

a) Die Wertpapierausstattung des Portefeuilles als Einteilungskriterium

Die grundlegendste Unterscheidung der verschiedenen Fonds bezieht sich darauf, welche Wertpapiere¹⁹¹⁾ sie in ihr Portefeuille aufnehmen. Danach gibt es Fonds, die nur eine Wertpapierart in Besitz haben, wie z.B. Aktien oder festverzinsliche Werte. Hierzu zählen in Deutschland z.B. der Fonds "Inrenta" als reiner Rentenfonds oder der Fonds "Fondis", der ausschließlich aus Aktien be-

190) Vgl. Rinsoz, A.: Zur Rechnungsführung der Investment-Trusts, Diss. Zürich 1952, S. 81.

191) Zum Begriff des Wertpapiers vgl. Hintner, O.: Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1961, S. 47 ff.

steht. Die amerikanische Investment-Industrie kennt zwar beide Arten von Fonds, von den Vertriebsgesellschaften in Deutschland wird dagegen ein reiner Rentenfonds nicht angeboten. Als Investmentfonds, der nur Aktien in seinem Vermögen hält, wird in der BRD u.a. der Founders Mutual Fund vertrieben. Fonds mit gemischtem Wertpapierbestand werden ebenfalls in beiden Ländern dem Publikum offeriert.

Die von einer Investmentgesellschaft gekauften Wertpapiere als solche dürften in den seltensten Fällen der Grund für eine bestimmte Investitionsentscheidung des Anlegers sein. Durch die Auswahl der verschiedenen Wertpapierarten, wie Aktien, Rentenwerten oder Wandelschuldverschreibungen, wird vielmehr der Grad der Zielerreichung in Hinblick auf die monetären Ziele des Zertifikatsinhabers bestimmt. Bevorzugt der Anleger eine stetige und ausgeglichene Verzinsung des eingesetzten Kapitals, wird er im Extremfall einen reinen Rentenfonds wählen. Kapitalgewinne und Wachstum sind aus einer derartigen Portefeuille-Zusammensetzung normalerweise nicht zu erwarten. Für diesen Zweck sind Fonds mit Aktienwerten geeignet. Die Sortimentspolitik hat sich somit an den Anlagezielen des Investors auszurichten. Die Realisierung der monetären Ziele steht dabei im Vordergrund. Die sachkundige Auswahl der Wertpapiere durch das Fonds-Management soll bei der Sortimentspolitik als gegeben betrachtet werden.

b) Die Klassifizierung der Sortimentspolitik nach den Anlagezielen

ba) Die Maximierung der Kapitalgewinne

Eine Investmentgesellschaft, die dieses Ziel ihrer Investoren zu erreichen sucht, wird in verstärktem Maße die kurzfristigen Kurschwankungen an der Börse zur Zielrealisation heranziehen.

Die Hauptcharakteristika der Gesellschaften, die sich der Erzielung sehr hoher Kapitalgewinne zuwenden, sind ungefähr folgende: 192)

- a) Extrem niedriges Einkommen aus Dividendenertrag.
- b) Häufige Umschichtung des Wertpapierportefeuilles.
- c) Kapitalanlage in Aktien relativ kleiner, wenig bekannter Unternehmen.
- d) Anwendung von Formelanlageplänen.
- e) Wertpapierkauf auf Kredit.
- f) Konzentrierung der Investitionen auf einige wenige Gesellschaften.

Von den in Deutschland angebotenen amerikanischen Investmentfonds sind z.B. die folgenden in diese Kategorie einzuordnen: Axe-Houghton Stock Fund, Channing Growth Fund, Diversified Growth Fund und Oppenheimer Fund. Die einheimischen Investmentgesellschaften verfolgen in keinem einzigen Falle dieses Anlageziel. Von ihnen wird eine derartige, scheinbar risikobehaftete Anlagepolitik abgelehnt. Der Begriff der Investmentgesellschaft ist für die deutschen KAGs untrennbar mit der Vermeidung von Risiken verbunden.

Dieser Einstellung ist aber u.E. nicht zuzustimmen. Wie wir festgestellt haben, wird mit dem Begriff des Risikos immer nur ein Teilaspekt des hier zu behandelnden Problems berührt. Von den deutschen Investmentgesellschaften wird nicht berücksichtigt, daß dem Risiko einer Kapitalanlage, also einem möglichen Verlust, auch die Chance eines eventuellen Gewinns gegenübersteht. Sie gehen von einem niedrigen Erwartungswert für die zukünftigen Erfolge ihrer Anlagepolitik aus. Dies geschieht in der Hoffnung, auf diese Weise das Risiko eines möglichen Verlustes aus einer Anlageentscheidung zu minimieren.

192) Vgl. hierzu Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 42 f.

Die Gesellschaften in der BRD nehmen bedeutend eher geringere Gewinne in Kauf als das eventuelle Eintreten eines Verlustes. Es wird von ihnen angenommen, daß die positiven und negativen Abweichungen von ihrem Erwartungswert sich gleichmäßig verteilen. Diese Vermutung ist aber nicht in jedem Falle gerechtfertigt. Wir sind der Meinung, daß durch die Qualität der Anlagepolitik bestimmt wird, ob die positiven oder negativen Abweichungen vom Erwartungswert überwiegen. Wie durch die Anlageresultate der amerikanischen Fonds zu beweisen ist, wird durch eine bewegliche Anlagepolitik das der Investmentanlage innewohnende Risiko nicht vergrößert; es werden im Gegenteil die vorhandenen Chancen bedeutend besser genutzt.¹⁹³⁾ Zwischen dem Investitionsverhalten der deutschen Investmentgesellschaften und der Anlageentscheidung der Zertifikatskäufer besteht aber in der Realität anscheinend eine Diskrepanz. Denn die angeführten aggressiven Fonds zählen in Deutschland zu den Anlagefavoriten. Sie können mit die größten Verkaufserfolge aufweisen. Es erhebt sich die Frage, ob durch eine derart bewegliche Anlagepolitik die Investmentidee nicht in ihr Gegenteil verkehrt wird. Als Verifikationsmittel können die einschlägigen Gesetzestexte, die in der Literatur vertretenen Ansichten und das Verhalten der Anteils Käufer herangezogen werden.

Im KAGG wird der Begriff der Risikomischung in § 1 angeführt. Diese soll durch die Kapitalanlage in Wertpapieren verschiedener Aussteller in bestimmter Höhe erreicht werden. Eine gleiche Regelung sieht der ICA für die "diversified investment company" vor. Es handelt sich um eine quantitative Risikoverteilung.¹⁹⁴⁾ Durch diese Wertpapierstreuung wird nicht das Risiko, die Möglichkeit des Wertverlustes einer einzelnen Anlage aufgehoben, sondern erreicht, daß Wertverluste bei den Effekten eines bestimmten Ausstellers sich nur in abgeschwächter Form auf das gesamte Fonds-

193) Vgl. das Kapitel über die Wertzuwachsrate im Investmentwesen.

194) Vgl. Schimrook, H., a.a.O., S. 48 ff.

vermögen auswirken. Mit zunehmender Diversifikation wird das Risiko des Gesamtverlustes immer unwahrscheinlicher. Die quantitätsmäßige Risikoverteilung ist auch bei den auf die Erzielung hoher Kapitalgewinne bedachten Investmentgesellschaften gewahrt.

Wir haben aber angeführt, daß zu ihren Merkmalen u.a. die Anlage in kleinen, wenig bekannten Unternehmen gehört. Durch dieses Kriterium wird die qualitative Risikoverteilung berührt. "Die Betrachtung ist also nicht auf die zahlenmäßige Verteilung, sondern auf die sachliche Beschaffenheit der einzelnen Anlagen abgestellt, durch die ja schließlich die Wahrscheinlichkeit eines Verlusteintrittes bestimmt wird."¹⁹⁵⁾ Man könnte die Vorschriften in § 7 KAGG über die für das Sondervermögen zu erwerbenden Wertpapiere und Rechte als eine indirekte qualitative Risikoverteilung ansehen; dies deswegen, weil danach grundsätzlich investmentgeeignet nur Effekten sind, die an einer deutschen oder ausländischen Börse zum amtlichen Handel oder geregelten Freiverkehr zugelassen sind.

Durch diese Regelung wird aber nur eine grobe Vorauswahl unter den in Frage kommenden Papieren getroffen. Für eine qualitative Risikoverteilung bleibt dem Management immer noch ein großer Spielraum. Im Gegensatz zum deutschen Investmentgesetz kennt der ICA eine Beschränkung der Anlagemöglichkeiten auf Effekten, die an einer Börse gehandelt werden, nicht.¹⁹⁶⁾

Wird im Extremfall das gesamte Kapital einer Investmentgesellschaft in relativ unbekannten, jungen Unternehmen investiert, werden auch die Risiken, denen die einzelnen Aktien unterliegen, in etwa übereinstimmen. Die Möglichkeiten der quantitativen Risikoverteilung sind in diesem Falle nicht ausgeschöpft, wenn die Anlagen zu gleichartig sind, "und deshalb bestimmte Risikoarten

195) Schimrock, H., a.a.O., S. 52.

196) Vgl. Vademecum der Investmentfonds 1967, a.a.O., S. 613.

für alle Anlagen bestehen, so daß mögliche Verluste gleichzeitig mehrere Beteiligungen treffen können".¹⁹⁷⁾ Den etwaigen Verlusten stehen auf der anderen Seite höhere eventuelle Gewinne gegenüber.

Zu der quantitativen und qualitativen Risikopolitik kommt noch ein dritter Faktor, der durch die Anlagepolitik allgemein bestimmt wird und die sachliche Beschaffenheit der einzelnen Investition nicht direkt berührt. Es handelt sich hierbei um den Wertpapierkauf auf Kredit. Den deutschen Investmentgesellschaften ist diese Art der Wertpapierfinanzierung verboten.¹⁹⁸⁾ Den amerikanischen mutual funds ist zwar die Kreditaufnahme gestattet; allerdings müssen die Kredite durch ein dreimal so großes Fondsvermögen gedeckt sein.¹⁹⁹⁾

Durch die Fremdkapitalaufnahme hat die Investmentgesellschaft andererseits die Möglichkeit, ihre Eigenkapitalrentabilität zu verbessern.

Zusammenfassend können wir folgendes feststellen. Bezüglich der Zulässigkeit einer beweglichen Anlagepolitik geben die Investmentgesetze nur wenig Anhaltspunkte. Die gesetzlichen Vorschriften bilden nur den Rahmen, innerhalb dessen sich die Investitionsentscheidungen bewegen müssen. Das deutsche KAGG lehnt zwar eine Verschuldung zu Lasten des Sondervermögens ab. Hieraus aber eine größere Risikofreudigkeit des amerikanischen Gesetzgebers abzuleiten, wäre u.E. verfehlt. Diese Regelung ist nur eine Folge der normalen Rechtsform einer management investment company. Es wird hier die Überlegung im Vordergrund gestanden haben, daß es einer

197) Schimrock, H., a.a.O., S. 52.

198) Vgl. § 9 Abs. 2 KAGG, a.a.O.

199) Vgl. hierzu Sec. 18 (f.) (1) ICA, a.a.O.; ebenso Simon, D.A.: a.a.O., S. 5. In der deutschen Literatur wird manchmal dagegen fälschlicherweise die Meinung vertreten, daß den open-end investment companies Wertpapierkäufe auf Kredit nicht gestattet sind; vgl. Vademecum der Investmentfonds 1967, a.a.O., S. 613.

Aktiengesellschaft in einer anderen Branche nicht untersagt ist, Fremdkapital aufzunehmen. Die Beschränkung auf eine feste Relation zum Gesellschaftsvermögen kann man unter diesem Gesichtspunkt sogar als eine Schutzmaßnahme zugunsten des Investment-Aktionärs ansehen.

Das Studium der einschlägigen Gesetzestexte bringt also keine Klärung der Frage, ob eine aggressive Anlagepolitik und die Idee der Investmentgesellschaft miteinander vereinbar sind.

Die deutschsprachige Literatur lehnt überwiegend eine derartige Politik ab. Matthiensen meint hierzu: Man geht bei der neuen Sparform der Investmentanlage davon aus, "daß diese nicht für Zwecke der spekulativen Ausnutzung vorübergehender Kursschwankungen gedacht ist, sondern für die Daueranlage, d.h. für die bewusste Beteiligung an der fortschreitenden Vermögensbildung in der Wirtschaft Es muß deutlich gesagt werden, daß ... nicht beabsichtigt ist, spekulative Neigungen zu wecken oder zu fördern."²⁰⁰⁾ Der Geschäftsführer einer deutschen Investmentgesellschaft schreibt zu diesem Thema: "Die (deutschen Anm. d. Verf.) Fonds wenden sich vorwiegend an mittel- und langfristige Anleger, die keine Spekulation wünschen. Die soziologische Struktur und die Vermögenslage des typischen deutschen Investmentsparers lassen gewagte Spekulationen auch nicht empfehlenswert erscheinen."²⁰¹⁾

Nur vereinzelt erheben sich Stimmen, die sich auch Fonds mit einer beweglichen Anlagepolitik im deutschen Investmentwesen wünschen. Schimrock führt hierzu an: "Es gibt jedoch sicher auch Anlegerkreise, die bei vielleicht größerem Risiko eine Anlagepo-

200) Matthiensen, E., a.a.O., S. 357/358.

201) Brüggemann, E., a.a.O., S. 380; ebenso Klug, O.: Volksaktien und Investmentsparen - vom Staat und vom Staatsbürger aus gesehen, in: Die AG 1959, S. 163 ff.; Lippens, W.: Idealfonds bleibt Wunschtraum, in: Die Zeit Nr. 41 v. 9.10.1959.

litik wünschten, die etwas beweglicher ist und die es der Geschäftsführung der Investmentgesellschaften überhaupt erst ermöglichen würde, tatsächlich zu zeigen, über welche kapitalmarktpolitischen Möglichkeiten sie verfügt."²⁰²⁾

In den USA selbst gehen die Meinungen über das Für und Wider bezüglich der spekulativen Fonds in der Investment-Industrie sehr auseinander. Das Management der aggressiven amerikanischen Investmentfonds vertritt die Ansicht, daß konservative Gesellschaften, die Standardwerte kaufen und diese über lange Zeit im Besitz halten, keine Anlagepolitik betreiben, sondern nur noch die Funktion eines Treuhänders erfüllen.

Der Präsident des spekulativen Oppenheimer Fund, L.G. Levy, sagt hierzu: "Wir kaufen Aktien, von denen wir annehmen, daß bei ihnen in relativ kurzer Zeit Kursbewegungen eintreten. Im Gegensatz dazu ist die traditionelle Verhaltensweise, einen Querschnitt durch die amerikanische Industrie zu kaufen und auf einen Wertzuwachs zu warten. Dies ist nicht Management, sondern Treuhänderschaft."²⁰³⁾

Die Leitungen der konservativen Gesellschaften halten dem entgegen, daß die spekulativen Fonds zu kurze Zeit am Markte sind, als daß man repräsentative Vergleiche anstellen könnte.²⁰⁴⁾ Der Massachusetts Investors Trust ist der Ansicht, daß der Fidelity Trend Fund oder ein anderer spekulativer Fonds für einen Anleger gut sind, der spekulieren möchte und nicht weiß, wie.²⁰⁵⁾

202) Schimrock, H., a.a.O., S. 63.

203) Forbes Mutual Fund Ratings: 1966, in: Forbes v. 15.8.1966, S. 51.

204) In den USA werden normalerweise die Ergebnisse der verschiedenen Fonds über einen Zeitraum von 10 Jahren miteinander verglichen. Damit soll erreicht werden, daß sich sowohl Hausse- als auch Baissezeiten in den Resultaten niederschlagen. Vgl. hierzu National Association of Securities Dealers, Inc. Reprint of the Manual Washington D.C. 1967, § 5.112.

205) Vgl. Forbes Mutual Fund Ratings: 1966, a.a.O., S. 51.

Über die Existenzberechtigung der in ihrer Anlagepolitik beweglichen Fonds entscheidet letzten Endes ihr Erfolg. Solange sie bessere Resultate aufweisen können als die konservativen Fonds, wird auch der Absatz ihrer Zertifikate gesichert sein.

In den USA begann die Popularität der beweglichen Fonds ungefähr im Jahre 1958.²⁰⁶⁾ Diese Zunahme der spekulativen Gesellschaften hielt nach den Feststellungen der SEC die ganzen Jahre über an.²⁰⁷⁾ Wie erwähnt, zählen auch in Deutschland diese Fonds zu den Anlagefavoriten der Käufer amerikanischer Zertifikate.

Der Hinweis Brüggemanns auf die unterschiedliche soziologische Struktur der Käuferschichten in den USA und Deutschland als Ablehnungsgrund für bewegliche Fonds in der BRD, scheint uns auf schwachen Füßen zu stehen. Denn ein Vergleich der berufsmäßigen Zusammensetzung des Kundenkreises in beiden Ländern ergibt folgendes Bild:²⁰⁸⁾

	Deutschland	USA
1. Arbeitnehmer	43,2 %	53 %
2. Kaufleute und selbstständige Gewerbetreibende	11,4 %	19 %
3. Freie Berufe	8,8 %	
4. Hausfrauen	19,5 %	15 %
5. Rentner - Pensionäre	12,5 %	11 %
6. Sonstige Anleger	4,6 %	2 %
	<u>100,0 %</u>	<u>100 %</u>

206) Vgl. Growth funds catch on, in: BuWe v. 15.7.1961, S. 91 ff.

207) Vgl. Report 1966, a.a.O., S. 304.

208) Quellen: Rechenschaftsbericht 1965 der Deutschen Kapitalanlagegesellschaft mbH, Frankfurt/M., S. 4 und Special study 4, a.a.O., S. 276 Tabelle II - 2.

Von einem grundlegenden Unterschied bezüglich der Käuferkreise aus die Existenz der aggressiven Fonds in den USA zu begründen und sie für Deutschland abzulehnen, ist demnach nicht haltbar.

Das Verhalten deutscher Käufer amerikanischer Investmentzertifikate beweist auch, daß sehr wohl eine Differenzierung hinsichtlich der Risikofreudigkeit der Anleger in der BRD angebracht ist. Im Angebot an deutschen Investmentzertifikaten liegt offensichtlich eine Marktlücke vor, die die amerikanischen Gesellschaften gut genutzt haben. Die deutschen Investmentgesellschaften versuchen vielleicht noch zu sehr, ihre Ansicht über das Investmentsparen den Kunden aufzuzwingen. Diese Haltung war gerechtfertigt, als diese neue Sparform in Deutschland eingeführt wurde.

Die Anlegerkreise, die damit angesprochen werden sollten, waren vornehmlich Bezieher kleiner und mittlerer Einkommen.²⁰⁹⁾ Mit zunehmenden durchschnittlichen Einkünften wuchsen auch die Beträge, die zur Anlage verfügbar waren.²¹⁰⁾ Für kleinere und mittlere Sparer sind vielleicht in ihrer Anlagepolitik bewegliche Fonds eher abzulehnen als für die Bezieher höherer Einkommen. Grundsätzlich sollten aber die Investmentgesellschaften den Anlagewünschen ihrer Kunden Rechnung tragen, egal, aus welchem Käuferkreis sie nun kommen. Wenn der Anleger über die Vor- und Nachteile der konservativen und aggressiven Fonds unterrichtet wird, ist seine anschließende Wahl in jedem Falle zu respektieren.²¹¹⁾ Von vorn-

209) Vgl. Lannemann, W., a.a.O., S. 158.

210) Vgl. Carter, W.D.: The Quality of Mutual Fund Portfolio Supervision, in: Readings in financial analysis and investment management. Ed. by Lerner, E.M., Homewood Ill. 1963, S. 478; ebenso Brüggemann, E., a.a.O., S. 381.

211) Die amerikanischen Investmentgesellschaften - ob konservativ oder spekulativ - sind gezwungen, in den Prospekten ihre Anlageziele und -methoden klar darzustellen. Der risikoreiche Fairfield Fund beschreibt z.B. seine Anlagepolitik wie folgt: pursues an aggressive approach, uses venturesome tactics, assumes higher risks, aims for extra rewards. Vgl. Plain talk about Fairfield Fund Prospekt 1967.

herein aber die Anlagemöglichkeiten zu beschneiden, eröffnet nur der Konkurrenz - in diesem Falle der amerikanischen - ein neues Betätigungsfeld. Sich von seiten der deutschen Investmentgesellschaften Gedanken darüber zu machen, ob eine bewegliche Anlagepolitik mit dem Investmentwesen vereinbar ist oder nicht, ist dann überflüssig, wenn namhafte Beträge von deutschen Anlegern in derartigen amerikanischen Fonds angelegt werden. Wir sind der Meinung, daß das Investmentwesen in Deutschland seine ablehnende Haltung gegenüber einer aggressiveren Anlagepolitik z.T. einer Revision unterziehen müßte. Namentlich die großen Gesellschaften, die mehrere Sondervermögen verwalten, wären in der Lage, hier unterschiedliche Anlageziele zu erstreben.

bb) Wachstumsfonds

Von den in Deutschland angebotenen amerikanischen Investmentfonds zählen u.a. folgende zu dieser Kategorie: Dreyfus Fund, Colonial Growth & Energy Fund, Philadelphia Fund, Television-Electronics Fund und United Science Fund.

Der Unterschied zu Fonds, die die höchsten Kapitalgewinne erzielen wollen, liegt hauptsächlich in einer nicht so häufigen Umschichtung des Wertpapierportefeuilles.²¹²⁾ Allerdings wird diese Betrachtung vorwiegend den amerikanischen Verhältnissen gerecht. Von der Sicht eines deutschen Investmentmanagers aus dürfte kein Unterschied zwischen einem Wachstumsfonds und einem "Capital Gain Fund" bestehen. Man kann davon ausgehen, daß ein Wachstumsfonds bei fallenden Kursen eine relativ größere Preisstabilität aufweist als ein sehr aggressiver Fonds. Einen deutschen Fonds gibt es nicht, der unter diese Kategorie einzuordnen wäre.

212) Vgl. Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 43.

bc) Fonds zur Einkommenserzielung

Dieses Ziel kann man als für alle Investmentfonds in Deutschland verbindlich ansehen. Sie stellen damit auf den Anleger ab, der aus den gekauften Anteilen ein regelmäßiges Einkommen erzielen will. Die Rendite, d.h. die Ausschüttung des Geschäftsjahres bezogen auf den Ausgabepreis zu einem bestimmten Termin, schwankt dabei je nach Fonds zwischen 4 % und 8 %. Es ist bemerkenswert, daß von den amerikanischen "Income-Funds" in Deutschland z.Zt. nur drei angeboten werden, nach unseren Feststellungen und den erhaltenen Auskünften mit einem verschwindend kleinen Marktanteil. Es sind dies der Channing Income Fund, der Keystone (K 1) Income Fund und der Putnam Income Fund.

Der Fonds zur Einkommenserzielung ist für die amerikanischen Vertriebsgesellschaften von untergeordneter Bedeutung. Diese Einstellung ist eng verbunden mit der unterschiedlichen Ausschüttungspolitik, die von den Investmentgesellschaften in beiden Ländern betrieben wird.

c) Die Ausschüttungspolitik als Einteilungskriterium

ca) Akkumulierende Fonds

Die Mehrzahl der in Deutschland angebotenen mutual funds schüttet Kapitalgewinne und Erlöse aus der Verwertung von Bezugsrechten nicht aus.²¹³⁾ Nach Möglichkeit wird mit den Dividendenerträgen

213) Steuerrechtlich gelten bei amerikanischen Fonds die Erträge als dem Anteilsinhaber zugeflossen und sind von diesem zu versteuern. Es gilt hier also die gleiche Regelung wie für die deutschen akkumulierenden Fonds. Einer anderen Vorschrift unterliegt allerdings der nichtamerikanische Fund of Funds. Bei diesem Fonds braucht der deutsche Inhaber evtl. Ertragssteuern und Kursgewinne nicht versteuern. Der Fund of Funds weist demnach gegenüber den vergleichbaren deutschen Fonds einen steuerlichen Vorteil auf. Vgl. Erlaß des Hessi-

genauso verfahren. Dem Investor wird dafür der Gegenwert in zusätzlichen Zertifikaten gutgeschrieben. Einmal sehen die amerikanischen Investmentfonds Kapitalgewinne nicht als Einkommen an, sondern als Substanzausschüttung.²¹⁴⁾ Darüber besteht in den USA eine relativ einheitliche Meinung. In mehr als 70 % aller Fälle werden die Kapitalgewinne dem Kunden in Zertifikaten erstattet. Die Rendite der Fonds errechnet sich dadurch auch nur aus den Dividendenerträgen und ist dementsprechend niedriger. Sie schwankt bei den Wachstumsfonds zwischen 0,3 % und 2,0 %.²¹⁵⁾ Zum anderen wird durch die Wiederanlage der Erträge ein Kumulierungseffekt erzielt, ähnlich dem Zinseszins bei Rentenwerten. Durch den Verzicht auf Barausschüttungen nehmen eine größere Anzahl von Zertifikaten an künftigen Erträgen und Wertsteigerungen teil. Zum anderen ist die Investmentgesellschaft nicht genötigt, höhere Liquiditätsreserven für Ausschüttungen zu halten. Der disponible Charakter der liquiden Mittel bleibt gewahrt.

In Deutschland gibt es drei akkumulierende Fonds, nämlich Thesaurus, Akkumula und Tresora.²¹⁶⁾ Diese Fonds verfügen aber über keine nennenswerten Marktanteile.²¹⁷⁾ Sie führen mehr oder weniger ein Schattendasein. Die Leitungen dieser Gesellschaften weisen darauf hin, daß der deutsche Anleger Barausschüttungen vorziehe.

schen Ministers der Finanzen Az.: S 2180-7-II/21 betr.: Einkommensteuerliche Behandlung der Ausschüttungen auf Anteile an Anlagefonds von ausländischen Kapitalanlagegesellschaften.

- 214) "Capital gains distributions represent in effect a return of capital and are therefore not true income." Simon, D.A.: a.a.O., S. 15; ebenso Leffler, G.L. and Farwell, L.C., a.a.O., S. 529; Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 31.
- 215) Vgl. Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 104 ff.
- 216) Vgl. Vademecum der Investmentfonds 1967, a.a.O., S. 31, 87, 94; ebenso Auflockerung am Markt der Investment-Zertifikate, in: BZ Nr. 216 v. 8.11.1961.
- 217) Nach dem Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom Febr. 1967, S. 84/85 hatten die drei Fonds - gemessen an der Zahl der ausgegebenen Anteile - folgende Marktstellung: Akkumula 0,34 %, Thesaurus 3,27 %, Tresora 0,57 %.

cb) Fonds mit Ertragsausschüttung

Die deutschen Gesellschaften bevorzugen es deshalb, Dividenden-erträge, Erlöse aus dem Verkauf von Bezugsrechten und Kapital-gewinne grundsätzlich auszuschütten. Die Meinungen über die Zweckmäßigkeit der Ausschüttung von Kursgewinnen gehen zwar aus-einander;²¹⁸⁾ man benützt sie aber trotzdem gerne, um optisch die Rendite eines Investmentanteils zu erhöhen. Es stammen nämlich rd. 50 % der Ausschüttungen bei deutschen Fonds aus Kursgewinnen und Bezugsrechten. Daß dadurch eine bedeutend höhere "Verzinsung" erreicht wird als beim Aktienkauf durch die Dividende, liegt auf der Hand.²¹⁹⁾

Diese Diskrepanz zwischen dem Unbehagen über die Ausschüttung von Kapitalgewinnen einerseits und deren Praktizierung auf der anderen Seite resultiert aus der festgelegten Meinung, die sich die deutschen Investmentgesellschaften über den Investmentsparer gebildet haben. Danach sind die Kapitalanleger ähnlich dem Gros der Aktionäre dem künftigen Denken verhaftet.²²⁰⁾ Die thesaurierenden oder akkumulierenden Fonds sprächen offenbar beim Sparer-publikum nicht recht an. Dieses wolle wohl am Ende des Geschäfts-jahres eine Ausschüttung sehen und über die Wiederanlage selbst disponieren. So und ähnlich lauten die Ansichten der Leitungen deutscher Investmentgesellschaften. Den mangelnden Absatz der akkumulierenden Fonds mit der scheinbaren Vorliebe der deutschen Investmentsparer für Barausschüttungen in Verbindung zu bringen, ist aber nicht ganz angebracht. Wie wäre sonst die Tatsache zu

218) Vgl. z.B. Persé, H.J.: Die Partner-Investmentgesellschaft, Wiesbaden 1962, S. 67 ff.; Aktuelle Fragen des Investment-sparens, in: Beilage zu den Wirtschaftlichen Mitteilungen Nr. 6 (Dezember 1962) der Deutschen Bank AG.

219) Vgl. Baehring, B.: Die wahre Geldanschauung, a.a.O., S. 328; Die Ausschüttungspolitik von Investment-Gesellschaften, in: BZ Nr. 209 v. 29.10.1960.

220) Vgl. hierzu Deutsche Investmentgesellschaften im Wandel, in: ZfK 1967, S. 210; Die Investment-Käufer schreckte die Baisse nicht, in: FAZ Nr. 244 v. 20.10.1966; Über 21 Mill. Concentra-Anteile ausgegeben, in: IK Nr. 24 v. 14.2.1967.

erklären, daß die Käufer amerikanischer Investmentzertifikate in der BRD fast ausschließlich die Fondserträge wieder in Anteilen anlegen? Wie erwähnt, handelt es sich bei den in Deutschland tätigen mutual funds zum geringsten Teil um solche, die sich der Einkommenserzielung widmen und demzufolge ihre Ertragnisse auch ausschütten.

Die Ursache für diese differierende Verhaltensweise von Käufern amerikanischer Anteile und deutscher Investmentzertifikate dürfte zu einem guten Teil zurückzuführen sein auf den mangelnden Bekanntheitsgrad einer derartigen Anlagemöglichkeit und der zu geringen Werbung dafür durch die Gesellschaften. Die Vertreter der amerikanischen Vertriebsgesellschaften werden in stärkerem Maße auf die Vorteile einer Thesaurierung hinweisen als ein Effektenberater am Bankschalter. Nach der Absatzstatistik zu schließen, werden von den letzteren hauptsächlich die nicht-akkumulierenden Fonds der Kundschaft empfohlen. Wird von den deutschen Investmentgesellschaften ein stärkerer Vertrieb der thesaurierenden Fonds gewünscht, ist dazu eine bessere Schulung der Effektenberater am Bankschalter und eine intensivere Werbung für diese Fonds nötig. Daß ein derartiges Anlagebedürfnis bei den deutschen Investoren auch vorhanden ist, beweisen die Absatzfolge der amerikanischen Fonds in der BRD. Vielleicht ändert sich durch den Einsatz von Vertretern etwas an dieser Situation für einige deutsche Fonds.

d) Spezialfonds

Hierzu zählen vor allem Fonds, die in ihr Portefeuille nur Wertpapiere bestimmter Branchen bzw. Länder aufnehmen. Weiter ist hierzu die Konstruktion der Dachfonds zu zählen.

da) Die branchenmäßige Risikostreuung

Zwei deutsche Gesellschaften haben den Weg in ihrer Anlagepolitik beschritten, bewußt auf eine breit angelegte Branchenstreuung zu verzichten und Fonds zu gründen, die nur in einer oder zwei Branchen investieren. Das spekulative Element betrifft hier nur die Wertpapierkonzentrierung auf eine Branche, nicht dagegen wie bei amerikanischen Gesellschaften - das andauernde kurzfristige Eingehen und Marktrisiken und dergl. Die Risikobehaftung dieser Fonds wird bedeutend geschwächt, "wenn es sich bei der ausgewählten Branche um eine weitverzweigte Industriegruppe handelt, die ein vielfältiges Produktionsprogramm aufweist und über einen räumlich als auch strukturell stark differenzierten Abnehmerkreis verfügt".²²¹⁾ Außerdem tritt bei solchen Fonds in der Regel das später noch zu behandelnde Element der geographischen Risikostreuung hinzu.

Die beiden in Deutschland aufgelegten Branchen-Fonds sind der Fonds Adiverba, der Aktien aus dem Banken- und Versicherungssektor besitzt, sowie der Brauereifonds.²²²⁾

Letzterer enthält neben Brauerei-Aktien Wertpapiere der amerikanischen coca-cola und pepsi-cola company, sowie von Dubonnet, Cinzano und andere Werte der Whisky-, Sekt- und Mineralwasser-industrie.²²³⁾

Als einziger amerikanischer Branchenfonds wird in Deutschland der Television-Electronics Fund angeboten, wobei die Branchengliederung sehr weit gefaßt ist.²²⁴⁾ In seinem Portefeuille be-

221) Kawan, A., a.a.O., S. 84.

222) Vgl. Neuer Investmentfonds Adiverba, in: ZfK 1963, S. 594; Ein neuer Investmentfonds, in: ZfK 1963, S. 691.

223) Vgl. Der erste Branchen-Investmentfonds hatte einen guten Start, in: BdWi Nr. 36 v. 12.2.1962; Vom Universal- zum Spezialfonds, in: BZ Nr. 18 v. 26.1.1962.

224) Weitere Branchenfonds in den USA sind z.B. der Capital Life Insurance & Growth Stock, Insurance Investors Fund, Life Insurance Stock Funds.

finden sich nämlich auch Aktien von Ford, General Motors, Good-year Tire & Rubber und Eastern Airlines. Nach deutschen Maßstäben wäre seine Wertpapierzusammensetzung nicht mehr als eine branchenmäßige Konzentrierung zu betrachten.

db) Fonds mit geographischer Risikoverteilung

Hierzu zählen Fonds, die Wertpapiere verschiedener Länder - mit Ausnahme des Inlandes - oder ausschließlich eines Landes in ihr Vermögen aufnehmen. Man geht bei dieser Konstruktion von dem Gedanken aus, daß dadurch den verschiedenen Börsentendenzen und Konjunkturentwicklungen in den einzelnen Ländern besser Rechnung getragen werden kann. Bei der heutigen internationalen politischen und wirtschaftlichen Verflechtung der einzelnen Staaten untereinander - Integrationen wie EWG und Montan-Union - hat die Anlagenauswahl nach dem Prinzip der geographischen Risikostreuung jedoch weitgehend als Schutz gegen örtlich begrenzte Depressionen an Wirksamkeit verloren. Trotzdem läßt sich auch heute noch keine absolut gleichzeitige und gleich starke Ausdehnung von Krisenerscheinungen, die ihren Ursprung in einem derartig assoziierten Lande haben, feststellen.

Als Beispiel kann die Baisse des Jahres 1962 am deutschen Börsenmarkt und die im internationalen Vergleich weiterhin unruhigen Aktienkurse in der BRD dienen; die Fonds mit ganz oder überwiegend deutschen Aktienanlagen mußten in diesen Zeiten infolge großer Kursverluste weit größere Wertminderungen hinnehmen als Fonds mit international gemischtem Portefeuille. Dies Beispiel zeigt, daß die Kapitalanlage in mehreren Ländern auch in der integrierten Weltwirtschaft von Vorteil sein kann. Die Anlage in ausländischen Werten bietet außerdem die Möglichkeit, einer etwaigen Materialknappheit an den eigenen Heimatbörsen zu entgehen.

Die in Deutschland aufgelegten Fonds, deren Vermögen sich aus ausländischen oder doch überwiegend ausländischen Wertpapieren zusammensetzt, lassen sich in vier Gruppen einteilen:

1. Fonds mit deutschen und europäischen Werten, wobei die EWG-Staaten bevorzugt werden. Hierzu zählen die Fonds Adiropa, Arideka, Industria und Europafonds I.
2. Fonds mit deutschen, europäischen und überseeischen Werten. Unter diese Kategorie fallen die Fonds Allfonds, Akkumula, Atlantiofonds, Transatlanta, Adiverba und Tresora.
3. Bis heute existiert nur ein deutscher Fonds, der eine breite geographische Anlagestreuerung aufweist, jedoch vollkommen auf die Anlage in deutschen Werten verzichtet. Es handelt sich hierbei um den Fonds Interwest.
4. Spezielle Länderfonds wie der Agefra für französische Werte oder der Anglo-Dutch-Fonds für englische und holländische Werte.

Von den amerikanischen Fonds mit internationaler Portefeuille-Streuung, wie Keystone International Fund oder Scudder International Investments, wird in Deutschland durch die Vertriebsgesellschaften kein einziger angeboten. Das Einteilungskriterium der geographischen Risikostreuung ist für die amerikanischen Gesellschaften meist nicht von Bedeutung, weil ihre Anlagebedingungen so flexibel abgefaßt sind, daß ihnen jederzeit eine Kapitalanlage in ausländischen Wertpapieren möglich ist.²²⁵⁾

225) Von den im Wiesenberger 1967 aufgeführten mutual funds hatte zum 31.12.1966 nur eine verschwindend kleine Zahl europäische Aktien in Besitz. Anlagefavoriten waren hierbei Royal Dutch, Allianz Versicherung und die Bayerische Vereinsbank. Vgl. Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 342 ff.

dc) Sonstige Formen

Hier sind vor allem die Dachfonds anzuführen.²²⁶⁾ Es handelt sich hierbei um Fonds, die in ihrem Portefeuille nicht Aktien dritter Gesellschaften verwahren, sondern Anteile anderer Investmentgesellschaften erwerben. Diese Dachfonds gehören im Investmentwesen zu den umstrittensten Anlagemöglichkeiten. In den USA sind sie nach dem ICA zwar zugelassen - auch wenn immer wieder das Gegenteil behauptet wird - spielen aber am Markte überhaupt keine Rolle.²²⁷⁾²²⁸⁾

Nach dem § 7 Abs. 6 des deutschen KAGG dürfen von inländischen Investmentgesellschaften Dachfonds nicht gegründet werden. Der Absatz derartiger ausländischer Fonds ist dagegen ohne weiteres erlaubt, da das deutsche Investmentgesetz nur für deutsche Gesellschaften Geltung besitzt.²²⁹⁾ Da es sich bei den in der BRD

226) Vgl. hierzu Koch, W.: Der Kombinationsfund, in: DB Beilage Nr. 22 v. 4.12.1964, S. 15-16; Lemke, B.: Amerikanische Investmentfonds, in: DB Beilage Nr. 22 v. 4.12.1964, S. 14-15; ders.: "Investmentfonds von Investmentfonds", in: HB Nr. 48 v. 10.3.1964.

227) Vgl. z.B. Achterberg, E. u.a.: Vereinigte Staaten von Amerika, in: Palyi-Quittner 2, a.a.O., S. 1593; ebenso Securius: Amerikaner in Deutschland, a.a.O.

228) Der ICA Sec. 12 (d) 1 regelt die Zulässigkeit der Dachfonds. Danach kann eine KAG 5 % der stimmberechtigten Aktien eines anderen Fonds erwerben, wenn dieser seinerseits in einer speziellen Industrie- oder Handelsbranche investiert, und 3 %, wenn er eine weite Anlagenstreuung vornimmt. Unter dem ICA sind in den USA z.Zt. zwei Dachfonds registriert, nämlich der First American Fund of Funds, Inc. und der Pooled Fund, Inc. Den Verkauf von Anteilen haben sie bis jetzt noch nicht aufgenommen. Vgl. hierzu Report 1966, a.a.O., S. 313.

229) Vgl. hierzu Einkommensteuerliche Behandlung der Wertsteigerungen bei Anteilen an ausländischen Wachstums-Investment-Fonds, in: Fachnachrichten des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. Nr. 7 v. 28.7.1967, S. 79.

angebotenen Dachfonds nicht um solche handelt, die der SEC unterstehen, soll auf ihre Problematik hier nicht näher eingegangen werden.²³⁰⁾

3. Zusammenfassung

Viele der angeführten Kriterien für die Portimentspolitik der Investmentgesellschaften sind miteinander kombinierbar. So ist beim Brauereifonds das Prinzip der Branchenkonzentrierung mit dem der geographischen Risikoverteilung verbunden. Die Investmentgesellschaften können nach Wertpapieren unterschiedliche Sondervermögen bilden, wie gemischte Fonds mit Aktien und Rentenwerten (Fondra) oder reine Aktienfonds wie Concentra. Von der Wahl der Wertpapierarten hängt wiederum die Erreichung der Anlageziele ab. So schließen sich grundsätzlich ein Rentenfonds und Wachstumsziele gegenseitig aus. Dieser Fonds ist besser geeignet für eine kontinuierliche Einkommenserzielung.

Der Investment-Industrie in den USA und Deutschland ist es so möglich, für die unterschiedlichen Anlagewünsche der Investoren eine Vielzahl von Fondsvermögen zu bilden. Dementsprechend verwalten einige Investmentgesellschaften mehrere Fonds mit unterschiedlichen Anlagezielen. Wie aus der folgenden Tabelle hervorgeht, nehmen diese Gesellschaften denn auch eine führende Marktposition ein.

230) Vgl. hierzu die Einwendungen, die von der SEC gegen Dachfonds erhoben werden. Report 1966, a.a.O., S. 311 ff. Der Haupteinwand richtet sich vor allem gegen die hierbei auftretende Kumulierung der Kosten für den Investorsparer.

Fonds	Inventarwert am 31.12.66 in Mio DM	Anzahl der aus- gegebenen Stücke am 31.12.66 in Tsd. St.	Marktanteil am 31.12.66 in % der ausgegebenen Zertifikate
Allfonds	152,7	6.667,9	7,04
Adifonds	118,7	3.667,7	3,87
Adiropa	19,4	489,9	0,52
Adiverba	16,7	493,5	0,52
Fondak	156,5	5.951,3	6,29
Fondis	89,7	3.188,8	3,37
Fondra	151,0	2.086,9	2,20
Tresora	20,4	542,8	0,57
Agefra	41,4	1.601,2	1,69
Anglo-Dutch	7,3	89,4	0,01
Akkumula	15,3	322,0	0,34
Inrenta	50,3	629,0	0,66
Intervest	79,6	969,4	1,02
Investa	558,4	12.939,2	13,67
Concentra	508,4	21.536,1	22,75
Dter. Rentenfonds	27,7	290,9	0,31
Industria	83,8	1.739,3	1,84
Thesaurus	108,6	3.041,9	3,27
Transatlanta	56,3	1.472,5	1,56
Arideka	22,6	678,5	0,75
Dekafonds I	179,8	6.805,3	7,19
Brauereifonds	23,9	554,6	0,59
Atlanticfonds	33,4	1.115,6	1,18
Europafonds I	26,1	594,9	0,63
Unifonds	356,3	17.193,3	18,16
Zusammen	2.904,1	94.661,9	100,00

Quelle: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Febr. 1967,
S. 84/85.

Die Mehrzahl der in Deutschland vertriebenen amerikanischen mutual funds gehört ebenfalls zu sog. Fonds-Komplexen. Als Beispiele sind hier anzuführen die Axe - Houghton Gruppe, die Channing Gruppe und die Fidelity Gruppe. Investmentgesellschaften, die früher nur einen Fonds verwalteten, nahmen zur Verbreiterung ihres Sortiments noch andere Fonds auf. So übernahm der in seiner Anlagepolitik konservative Founders Mutual Fund den auf Wachstum bedachten Gryphon-Fund.²³¹⁾

Die beste Sortimentspolitik in Deutschland dürfte z.Zt. die dem Versandhaus Neckermann nahestehende Anlageberatungsgesellschaft \ aufweisen. Mit ihren fünf Fonds kann sie Anlagemöglichkeiten zur Einkommens- und Wachstumserzielung bieten, mit geographischer Risikostreuung gekoppelt oder ausschließlich aus deutschen Wertpapieren bestehend. Mit einem ungefähr gleichwertigen Angebot kann die Secur-Invest durch den Vertrieb der Adig- und Channing-Zertifikate aufwarten.

Allen deutschen Investmentgesellschaften gemeinsam ist die Zurückhaltung in bezug auf die Auflage beweglicheren Fonds.

Diese Einstellung ist aber, wie das Käuferverhalten beweist, heute nicht mehr angebracht. Da im übrigen die Sortimente der deutschen und amerikanischen Investmentfonds übereinstimmen, bliebe in bezug auf die Sortimentspolitik für die deutschen Gesellschaften dieser Schritt noch zu tun. Für Bezieher höherer Einkommen, denen eine Kapitalstreuung möglich ist, wäre die Gründung eines etwas spekulativeren Fonds sicher eine interessante Anlagevariante. Diese Zertifikate aber generell nur einem bestimmten Personenkreis anzubieten, wie Lippens dies fordert,²³²⁾ erscheint dagegen verfehlt.

231) Vgl. Founders nimmt Wachstumsfonds auf, in: SZ Nr. 47, v. 24.2.1967.

232) Vgl. Lippens, W., a.a.O.

Die Fürsorge der Investmentgesellschaft oder des Staates sollte in diesem Falle nicht so weit gehen, daß sie bestimmen, in welchem Ausmaße ein Kapitalanleger Risiken eingehen kann oder nicht. Betrachtet man das Investmentsparen als eine Vorstufe der Kapitalanlage in Aktien, so sind spekulative Fonds als ein weiterer Schritt hierzu anzusehen.

III. Die Produktgestaltung der Investmentgesellschaften und die Gebühren für den Anleger

Die Produktgestaltung entscheidet über die Sortimentstiefe bei den einzelnen Investmentgesellschaften. Durch die Sortimentsbreite wird festgelegt, welche Ziele generell die Investoren mit den verschiedenen Fonds anstreben können. Die Sortimentstiefe bestimmt, mit welchen Leistungen das Zertifikat eines einzelnen Fonds erworben werden kann. Durch die Produktgestaltung wird die "Ausstattung" des jeweiligen Anteils determiniert. Der Investment-sparer kann entscheiden, ob und welche zusätzlichen Dienstleistungen er von der Investmentgesellschaft in Anspruch nehmen will. Im Gegensatz zum Industriebetrieb ist allerdings durch die verschiedenen Variationen der möglichen Dienstleistungen keine Qualitätsbestimmung des einzelnen Fonds gegeben.²³³⁾ Wie an anderer Stelle noch darzulegen ist, schließt eine unterschiedliche Produktgestaltung nicht unterschiedliche Qualität und damit verschiedene Preisforderungen ein.²³⁴⁾

Im folgenden wird dargestellt, in welcher Ausgestaltung ein Ka-

233) Vgl. Sandig, C.: Betriebswirtschaftspolitik, 2. Aufl., Stuttgart 1966, S. 213 ff.

234) Vgl. S. 123 f.

pitalanleger Investmentzertifikate erwerben kann und welche Gebühren ihm dafür in Rechnung gestellt werden.

1. Das Volleinzahlungsprogramm

Bei diesem Programm wird ein bestimmter Betrag auf einmal in einem Fonds investiert.²³⁵⁾ Für den deutschen Anleger war dies bis vor einiger Zeit die gebräuchlichste Methode, Investmentanteile zu erwerben.

Unterschiede bestehen zwischen den deutschen und amerikanischen Investmentgesellschaften hinsichtlich der Mindesthöhe des zu investierenden Betrages. Dieser beträgt bei den Gesellschaften in den USA grundsätzlich \$ 1.000,--. Bei den deutschen KAGs besteht eine derartige Beschränkung nicht.

In beiden Ländern erhält der Sparer als Beweismittel für die getätigte Anlage ein Investmentzertifikat. Unterschiede technischer und rechtlicher Art ergeben sich dadurch, daß das amerikanische Zertifikat auf den Namen lautet und auch auf Bruchteile eines Stückes ausgestellt sein kann. Der Anleger in den USA kauft nicht eine bestimmte Stückzahl an Zertifikaten, sondern er orientiert sich an dem für die Investition verfügbaren Kapital. Es ist ihm auch leichter möglich, die Erträge aus den Investmentanteilen sofort wieder zu reinvestieren, da er damit nicht ganze Stücke erwerben muß.

Bei einer einmaligen Einzahlung bietet sich diese Möglichkeit den deutschen Investmentsparern bis jetzt nicht. Denn § 17

235) Vgl. hierzu Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 18; ebenso Investment Company Shares. An Aid to Bankers and Trust Officers. Ed. by Investment Company Institute New York 1964, S. 6.

Abs. 2 KAGG schreibt vor, daß Anteilscheine nur über einen oder mehrere Anteile desselben Sondervermögens ausgestellt werden können. Eine Stückelung nach Bruchteilen ist bei der Ausgabe von Zertifikaten demnach nicht möglich.

Die Frage der Gebühren bei einer Investmentanlage gehört in den USA und Deutschland zu den schwierigsten Problemen der Investmentindustrie.²³⁶⁾ Ein entsprechender Vergleich zwischen beiden Ländern fällt sehr schwer, da die amerikanischen Investmentgesellschaften - im Gegensatz zu den deutschen Fonds - mit variablen Gebührensätzen arbeiten. Die Gebühr hängt ab von dem Dollarbetrag, der in Zertifikaten investiert wird.²³⁷⁾ Für die meisten Fonds bewegt sie sich zwischen 7 % und 8,9 % des gesamten ausgegebenen Betrages. Bezogen auf die investierte Summe betragen die Spesen dagegen zwischen 7,5 % und 9,8 %. Mit zunehmender Höhe des investierten Kapitals ermäßigen sich die Gebührensätze.

Ein repräsentativer amerikanischer Investmentfonds stellt z.B. die folgenden Gebühren beim Kauf von Zertifikaten in Rechnung:²³⁸⁾

236) Aus dem umfangreichen Schrifttum vgl. hierzu Securitus: Zu hohe Spesen für Investment-Zertifikate, in: Die Zeit Nr. 38 v. 16.11.1960; Martens, K.: Zahlt der Investmentsparer zuviel Spesen?, in: FAZ Nr. 116 v. 20.7.1962; Klusak, B.: Investmentspesen sind nicht zu hoch, in: HB Nr. 63 v. 2.4.1963; ders.: Mit den Kaufspesen ist es nicht getan, in: HB Nr. 175 v. 13.9.1966; Special study 4, a.a.O., S. 107 ff.; Report 1966, a.a.O., S. 72 ff.; Wharton Report, a.a.O., S. 31.

237) Ohne Berücksichtigung der Verwaltungsgebühren und sonstigen Kosten.

238) Von diesen Gebühren wird nichts an den Fonds selbst abgeführt. Die Provision wird aufgeteilt zwischen dem underwriter, einem etwaigen securities-dealer und den salesmen. Mit steigendem Verkaufserfolg erhält der Vertreter immer mehr Provision. Eine der größten in Deutschland tätigen Vertriebsgesellschaften hat für ihre salesmen folgende Provisionssätze:

1.	Umsatz bis	§ 50.000	= 3,5 %	des Umsatzes
2.	"	" 150.000	= 3,75 %	" "
3.	"	" 300.000	= 4,0 %	" "
4.	"	über 300.000	= 4,5 %	" "

S.N.S.

Verkaufssumme	Spesen in % der Verkaufssumme
Bis zu \$ 25.000	8,5
25.000 - 49.999	7,5
50.000 - 99.999	6,0
100.000 - 249.999	4,5
250.000 - 499.999	3,0
500.000 und darüber	1,0

Je nach dem anzulegenden Betrag variiert also der Spesensatz. Ein Vergleich wird noch durch folgenden Umstand erschwert. Der Käufer amerikanischer Investmentanteile kann eine Absichtserklärung, einen sog. "letter of intent" abgeben. D.h. er verpflichtet sich, binnen 13 Monaten erneut eine bestimmte Summe zu investieren. Dadurch kann er u.U. ebenfalls eine Gebührensenkung erreichen.

Beispiel: Ein Investor zahlt innerhalb von 13 Monaten drei Mal \$ 10.000,--. Es werden ihm nach der o.a. Tabelle für die beiden ersten Beträge an Spesen je \$ 850,-- berechnet. Bei der dritten Zahlung machen die Gebühren dann nicht \$ 850,-- aus, sondern \$ 550,-- (7,5 % von \$ 30.000 = \$ 2.250 ./ \$ 1.750 = \$ 550,--). Die Spesen ermäßigen sich also um \$ 300,--.²³⁹⁾

Dadurch daß ein Vertreter mit einem bestimmten Umsatz seinerseits Untervertreter beschäftigen kann, aus deren Verkäufen er wiederum provisionsmäßig einen Nutzen ziehen kann, können sich die o.a. Sätze noch erhöhen. Vgl. hierzu IOS-Managers Report v. 11.4.1966 unveröffentl. Manuskript. Da die Vertreter grundsätzlich nur Provision vom Fonds beziehen und kein Gehalt (Ausnahme z.B. die leitenden Herren bei Secur-Invest in Deutschland), muß eine bestimmte Mindesthöhe bei der Einzahlung festgesetzt werden, um eine Präsentation rentabel zu machen. Angaben über das durchschnittliche Einkommen eines Vertreters können nicht gemacht werden, weil die hohe Personalfluktuaton und die Aufteilung in "part-time job" und "full-time job" eine Berechnung sehr erschweren.

239) Vgl. hierzu Report 1966, a.a.O., S. 206 f.

Hinzukommt, daß die amerikanischen Investmentgesellschaften ihre Anteile spesenfrei zurücknehmen.

Die deutschen KAGs berechnen dagegen An- und Verkaufsspesen. Bis vor kurzer Zeit war die Höhe der Gebührensätze relativ einheitlich. Bei Verkauf der Anteile durch die Gesellschaft betrug der Spesensatz überwiegend 3 % vom Inventarwert + Effektenankaufsspesen; zurückgenommen wurden die Anteile zum Inventarwert ./.
1/2 % ./.. Effektenverkaufsspesen oder zum Ausgabepreis ./.
3 %.²⁴⁰⁾ Bedingt durch die Aufnahme neuer Vertriebswege haben aber zwei Investmentgesellschaften, die Adig und die Union-Investment-Gesellschaft, ihre Spesensätze auf ca. 5 % vom Inventarwert erhöht.²⁴¹⁾

Allerdings hat sich für die Adig-Zertifikate eine Spaltung des Spesensatzes ergeben, weil einige Gesellschafterbanken immer noch die alten Spesensätze berechnen.

Die Entscheidung für den Kauf amerikanischer oder deutscher Investmentzertifikate unter dem Gesichtspunkt der Spesenbelastung wird am meisten durch den Zeitaspekt beeinflußt. Wird der Sparer kurz nach der erfolgten Investition aus wirtschaftlichen oder persönlichen Gründen gezwungen, die Anteile zurückzugeben, wird der Verlust infolge der Gebührenbelastung bei den deutschen Fonds geringer sein als bei den amerikanischen. Über längere Zeit betrachtet dürfte sich dieser Nachteil wieder ausgleichen.²⁴²⁾

240) Der Inventarwert errechnet sich aus der Zahl der ausgegebenen Zertifikate dividiert durch den Kurswert des Portefeuilles. Vgl. hierzu und zu den Zahlenangaben Büschgen, H.E.: Wertpapieranalyse, Stuttgart 1966, S. 381 ff.

241) Vgl. Investment-Angebot erweitert, in: HB Nr. 182 v. 20.9.1967; ebenso Fragen und Antworten zum Adig-Aufbauplan mit Versicherungsschutz unveröffentl. Manuskript v. 15.3.1967.

242) Vgl. hierzu Stützer, R.: Geldanlage in amerikanischen Investmentpapieren unveröffentl. Manuskript v. 1.8.1967, S. 3.

Den Ausschlag für die Wahl könnten auch noch die Möglichkeiten der Produktgestaltung bei deutschen und amerikanischen Fonds geben. Wie wir im folgenden noch sehen werden, ist die Variationsmöglichkeit bei den Gesellschaften in den USA um einiges größer. Es werden also letzten Endes bezüglich der Kostenbelastung ungleiche Leistungen miteinander verglichen. Ein Kostenvergleich wird demnach in großem Maße durch den subjektiven Wert beeinflusst, den der Investorsparer den einzelnen Dienstleistungen beimißt.

2. Die Sparprogramme

Bei allen in Deutschland angebotenen amerikanischen Investmentfonds und auch bei einigen deutschen Gesellschaften werden die Sparer in die Lage versetzt, langfristige Sparprogramme abzuschließen. Die zwei Programmarten, der voluntary-plan und der contractual plan, unterscheiden sich vor allem durch die unterschiedliche Berechnung der anfallenden Spesen.

a) Der Average-Effekt der Sparprogramme

Durch den Abschluß eines Sparprogramms sollen die Investoren angehalten werden, in regelmäßigen Abständen Investmentzertifikate zu erwerben. Es soll hierdurch das Prinzip der "Kursdurchschnittsmethode"²⁴³⁾, im amerikanischen Sprachgebrauch unter dem Begriff des "Dollar cost average" bekannt, angewandt werden. Die Anwendung dieser Methode empfiehlt sich, wenn ein Anleger beabsichtigt,

243) Rittershausen, H.: Vermögensanlage, in: Wirtschaft, Hrgg. Rittershausen, H., 3. Aufl., Frankfurt/M. 1961, S. 253.

gleichbleibende Beträge in Investmentzertifikaten zu sparen. Der Vorteil der Kursdurchschnittsmethode liegt darin, daß gleiche Beträge bei niedrigen Kursen größere Stückzahlen an Anteilen ergeben als bei hohen Kursen. Dadurch erreicht man, wie das folgende Beispiel zeigt, relativ niedrige durchschnittliche Einstandskurse.

Dem Beispiel liegen folgende Annahmen zugrunde:

1. Der Anleger will acht Mal, jeweils zu Beginn eines Quartals, ca. DM 1.000,-- in Investmentzertifikaten anlegen.
2. Der Wert der Anteile beträgt zu Beginn des ersten Quartals DM 20,-- pro Stück.

Der Investor könnte nun beschließen, jedesmal ca. 50 Anteile zu kaufen. Er würde dann ein Averaging in Anteilen²⁴⁴⁾ betreiben, welches ihm zwar das Risiko eines Kaufes allein zum Höchstausgabepreis ersparen, den durchschnittlichen Einstandskurs aber nicht unter den Durchschnittskurs der 8 Kaufzeitpunkte drücken würde.

Die andere und bessere Möglichkeit ist, zu jedem Kaufzeitpunkt genau so viele Anteile zu erwerben, wie zum jeweiligen Kurs für DM 1.000,-- zu erhalten sind. Nur bei diesem Averaging in DM tritt der vorteilhafte cost-averaging-Effekt auf. Der folgende Vergleich der beiden Möglichkeiten wird dies deutlich zeigen:

244) Vgl. Büschgen, E.: Dynamische Anlageplanung am Aktienmarkt, in: Die AG 1962, S. 147.

=====							
Termin	Antl. preis DM	Kauf beim Averaging in DM			Kauf beim Averaging in Anteilen		
		Anz. d. erw. Antl.	aufgew. Betrag DM	Ø Ein- stands- preis	Anz. d. erw. Antl.	aufgew. Betrag DM	Ø Ein- stands- preis
1	20	50	1.000	20,00	50	1.000	20,00
2	10	100	1.000	13,33	50	500	15,00
3	5	200	1.000	8,57	50	250	11,67
4	12,5	80	1.000	9,30	50	625	11,88
5	25	40	1.000	10,64	50	1.250	14,50
6	40	25	1.000	12,00	50	2.000	18,75
7	50	20	1.000	13,46	50	2.500	23,20
8	25	40	1.000	14,29	50	1.250	23,44
		187,5	555	8.000	400	9.375	
		=====	=====	=====	=====	=====	

Aus dem Vergleich, dem zur Erzielung größtmöglicher Deutlichkeit extreme Kursschwankungen zugrunde gelegt wurden, lassen sich folgende Feststellungen treffen:

1. Durch das Averaging in DM wurden trotz gleicher Kaufzeitpunkte mit weniger Geld mehr Anteile erworben.
2. Eine Liquidation zum Ausgangskurs von DM 20,-- pro Anteil würde ohne Berücksichtigung von Spesen und ausgeschütteten Erträgen folgendes Ergebnis bringen:

Beim Averaging in DM: 555 Anteile á DM 20,-- DM 11.100
abzüglich Aufwand ./- " 8.000
Gewinn DM 3.100

Beim Averaging in Anteilen:
400 Anteile á DM 20,-- DM 8.000
abzüglich Aufwand ./- " 9.375
Verlust DM 1.375

3. Nachdem der Ausgabepreis von DM 20,-- auf DM 5,-- gefallen war, hätte beim Averaging in DM bereits ein Kursanstieg auf DM 8,57 genügt, um aus der Verlustzone herauszukommen.
4. Obwohl der Kursdurchschnitt bei acht Kaufzeitpunkten DM 23,44 (= 187,5 : 8) betrug, wurde beim Averaging in DM der sehr niedrige durchschnittliche Einstandkurs von DM 14,29 erreicht. Beim Averaging in Anteilen dagegen entspricht der durchschnittliche Einstandkurs dem hohen Durchschnittskurs der acht Kaufzeitpunkte.
5. Angenommen, der Anleger hätte während des Beobachtungszeitraumes den Betrag von DM 8.000,-- auf einmal anlegen wollen, so ergibt sich für jeden der vorgesehenen Anlagezeitpunkte die gleiche Wahrscheinlichkeit. Eine solche einmalige Anlage wäre also ebenfalls zum ungünstigen Kurs von DM 23,44 erfolgt. Wenngleich das Averaging in der Praxis selten so außerordentlich gute Ergebnisse bringen wird wie in unserem Beispiel, wird es auf lange Sicht jeder anderen Methode der Ansammlung von Wertpapieren mit Kursschwankungen überlegen sein. Tomlinson bezeichnet das Averaging sogar als "the unbeatable formula"²⁴⁵⁾ und schreibt dazu: "No one has yet discovered any other formula for investing which can be used as much confidence of ultimate success, regardless of what may happen to security prices, as Dollar Cost Averaging."²⁴⁶⁾²⁴⁷⁾ Die Vorteile einer derartigen kontinuierlichen Anlage führten bei den Investmentgesellschaften in den USA und Deutschland mit zur Einführung der Sparprogramme.

245) Tomlinson, L.: Practical Formulas for Successful Investing, New York 1953, S. 45.

246) Ebda.: S. 128.

247) Zur Formelanlageplanung vgl. des weiteren Cottle, C.S. and Whitman, W.T.: Investment Timing: The Formula Plan Approach, New York 1953; Granville, J.E.: A Strategy of Daily Stock Market Timing for Maximum Profit Englewood Cliffs, N.Y. 1960.

b) Der voluntary plan

Im Gegensatz zum Volleinzahlungsprogramm genügt hier ein Betrag von § 25 - § 500 zur Eröffnung eines voluntary plan.²⁴⁸⁾ Die nachfolgenden Raten dürfen dabei meist eine Summe von § 20 nicht unterschreiten. Die Erträge aus den Investmentzertifikaten werden sofort in neuen Anteilen reinvestiert. Der Sparer geht keine Verpflichtung ein, dieses "freiwillige Sparprogramm" über viele Jahre hinweg durchzuführen. Er kann somit seine Einzahlungen zu sehr unregelmäßigen Zeitpunkten durchführen. Die Gebührenbelastung ist die gleiche wie beim Volleinzahlungsprogramm. Im Gegensatz dazu werden bei Einzahlungen auf einen voluntary plan keine Zertifikate ausgehändigt. Der Sparer bekommt stattdessen nach jeder getätigten Anlage einen Kontoauszug, aus dem sich der Wert des angelegten Kapitals ergibt. Nur bei Beendigung eines derartigen Planes besteht die Möglichkeit, ein Zertifikat ausgehändigt zu bekommen.

Die Vorteile des freiwilligen Sparplanes liegen also darin, daß ein sehr geringes Anfangskapital nötig ist, die Erträge automatisch reinvestiert werden und die Spesen die gleichen sind wie bei einer einmaligen Einzahlung. Aus diesen Gründen sind 52 % aller in den USA abgeschlossenen Sparprogramme voluntary plans.²⁴⁹⁾

In Deutschland kann bis jetzt bei der Deutschen Kapitalanlagegesellschaft und bei der Deutschen Gesellschaft für Wertpapier-sparen für deren Fonds ein freiwilliges Sparprogramm abgeschlossen werden. Die Monatsraten betragen dabei mind. DM 33,33 bzw. DM 25,--.

Es erfolgt die normale Spesenbelastung wie beim Kauf eines jeden Investmentzertifikates. Die Ertragsausschüttungen werden unter

248) Vgl. hierzu Report 1966, a.a.O., S. 231.

249) Ebda., a.a.O., S. 225.

Berücksichtigung eines Wiederanlagerabattes von 3 % wieder reinvestiert und dem Zuwachskonto gutgeschrieben.

c) Der contractual plan

Bei Abschluß eines contractual plan entschließt sich der Investor, 10 oder mehr Jahre lang im vorhinein festgelegte Beträge in Investmentanteilen anzulegen. Die automatische Wiederanlage der Erträge ist auch bei diesem Plan obligatorisch. Das wesentlichste und umstrittenste Unterscheidungskriterium zum freiwilligen Sparplan betrifft die Verrechnung der hierbei anfallenden Spesen.

Einmal darf nach dem ICA bei Planerfüllung die Spesenbelastung bis zu 9 % der gesamten Zahlungen betragen.²⁵⁰⁾ Im Gegensatz dazu belaufen sich bei einem Volleinzahlungsprogramm und dem freiwilligen Sparplan die Höchstsätze auf 8,5 %. Es ist aber nicht so sehr die absolute Höhe der Spesenbelastung, die den contractual plan von den anderen Programmen unterscheidet. Vielmehr wird ein sehr großer Teil der gesamten Gebühren dem Investmentsparer bei seinen ersten Einzahlungen belastet. Der ICA gibt den amerikanischen Investmentgesellschaften die Möglichkeit, die Hälfte der Beträge, die in den ersten zwölf Monaten vom Investor bereitgestellt werden, als Spesenzahlungen zu verrechnen.²⁵¹⁾

Fast alle Gesellschaften machen von dieser Möglichkeit Gebrauch.²⁵²⁾

Durch die vorzeitige Spesenbelastung nimmt beim contractual plan von Anfang an ein bedeutend kleinerer Teil des Kapitals am Wie-

250) Sec. 27 (a) 1 ICA, a.a.O.

251) Sec. 27 (a) 2 ICA, a.a.O.

252) Eine Ausnahme bildet der in Deutschland nicht angebotene Investors Stock Fund, Inc., der 38 % der Spesen in den ersten drei Jahren dem Anleger in Rechnung stellt. Vgl. hierzu Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 204.

deranlageeffekt durch die Reinvestierung der Erträge teil als beim voluntary plan.

Die SEC drückt dies so aus: "Because of the front-end load, the contractual plan is a high cost method of buying fund shares."²⁵³⁾

Die Vertreter amerikanischer Fonds- Vertriebsgesellschaften ziehen gegenüber dem freiwilligen Sparprogramm den Abschluß eines contractual plan vor, weil sie hier auf einmal bedeutend höhere Provisionssätze vergütet bekommen.

Beispiel: Ein Sparer legt $\text{\$ } 6.000$ in einem voluntary plan in Raten zu $\text{\$ } 50$ an. Bei einem Spesensatz von 8% bekommt die Vertriebsgesellschaft davon insgesamt $\text{\$ } 480$, bei jeder Rate $\text{\$ } 4,--$. Wird zu den gleichen Bedingungen ein contractual plan abgeschlossen, bekommt sie insgesamt ebenfalls $\text{\$ } 480,--$. Von den ersten zwölf Raten zu $\text{\$ } 50$ werden aber $\text{\$ } 22$ als Provision an sie abgeführt ($= \text{\$ } 264$), von den restlichen Raten erhält sie je $\text{\$ } 2,--$ ($= \text{\$ } 216$). Der salesman bekommt beim freiwilligen Sparprogramm $\text{\$ } 1,50$ je Rate, beim contractual plan dagegen $\text{\$ } 12,--$ von den ersten zwölf Raten.

Von den Fonds-Gesellschaften wird diese Art der Gebührenberechnung u.a. damit begründet, daß sich bei ihrer Nichtanwendung die Vertreter nicht um die Anlagemittel kleiner Sparer bemühen würden.²⁵⁴⁾ Es zeigt sich hier deutlich, daß die Vertriebskosten eindeutig zu Lasten der Investoren gehen.

Außerdem soll der Kunde durch diese Spesenberechnung zum regelmäßigen Sparen angehalten werden. Die hohen Gebühren werden also als "Strafe" für einen frühzeitigen Abbruch des Sparplanes ange-

253) Report 1966, a.a.O., S. 57/58.

254) Vgl. Special study 4, a.a.O., S. 183.

sehen.²⁵⁵⁾ Untersuchungen in den USA haben bewiesen, daß diese Argumentation mehr oder weniger falsch ist.²⁵⁶⁾

Die amerikanischen Investmentgesellschaften ziehen auch Spesenvergleiche mit anderen finanziellen Dienstleistungsunternehmen, wie z.B. Versicherungen. So müßten beim Abschluß einer Lebensversicherung ähnliche Gebühren in irgendeiner Form bezahlt werden.

Dies ist zwar richtig. Der Unterschied liegt aber darin, daß man bei einer Versicherung nach Zahlung der ersten Prämie in den vollen Genuß des Anlagezieles, nämlich des Versicherungsschutzes kommt. Bei einem contractual plan besteht das Anlageziel aber in der Kapitalansammlung über 10 oder mehr Jahre hinweg. Es ist erst erreicht, wenn alle Raten geleistet sind.

Der große Nachteil gegenüber einem freiwilligen Sparplan ergibt sich für den Inhaber eines contractual plans, wenn er seine Zahlungen frühzeitig einstellen muß. Denn rechtlich ist er nicht zur Erfüllung des Planes gezwungen.²⁵⁷⁾

Je nach Börsenlage bekommt er dann vielleicht nicht einmal 50 % der geleisteten Raten zurück. Dies gilt sicher für das erste Jahr, in dem von jeder Zahlung die Hälfte an Gebühren abgeführt wird.²⁵⁸⁾ Die "Bestrafung" des Investors nimmt in diesem Falle beträchtliche Ausmaße an. Aus diesem Grunde ist die "front-end load" in der letzten Zeit von der SEC scharf angegriffen worden.²⁵⁹⁾

255) Vgl. Special study 4, a.a.O., S. 182.

256) Vgl. Report 1966, a.a.O., S. 241 f.

257) Vgl. Koch, W.: Investment-Sparpläne ohne Bindung, in: HB Nr. 63 v. 2.4.1963.

258) Vgl. Brestel, H.: Investment-Invasion aus Übersee, in: FAZ Nr. 185 v. 12.8.1967.

259) Vgl. Die Spesen der US-Fonds sind zu hoch, in: HB Nr. 156 v. 15.8.1967; SEC kritisiert Investment-Sparverträge, in: FAZ Nr. 177 v. 3.8.1967; Morenz, A.: Höhere Standards - weniger Kosten, in: HB Nr. 236 v. 9./10.12.1966; Loomis, C.J.: The SEC has a little list, in: Fortune Jan. 67, S. 111 ff.; Mutual funds warm for a fight, in: BuWe v.

Neben den Nachteilen, die sich aus einer erhöhten anfänglichen Spesenbelastung und dem geringeren Zinseszinsseffekt gegenüber dem voluntary plan ergeben, könnte man in diesem Zusammenhang noch die Frage aufwerfen, inwieweit ein Anleger mit Hilfe eines contractual plans in spekulativen Fonds investieren sollte.

In Deutschland bieten die amerikanischen Investmentfonds ihre contractual plans zu den gleichen Bedingungen an wie in den USA. Dementsprechend tauchen auch die gleichen Vertriebspraktiken z.T. auf, wie sie in den Untersuchungsberichten der SEC festgestellt werden.²⁶⁰⁾ So kommt es des Öfteren vor, daß Vertreter einem Kunden, der einen größeren Betrag auf einmal investieren will, wegen der für sie günstigeren Spesenabrechnung einen contractual plan empfehlen. Ob der Anleger ein derartig langfristiges Sparprogramm erfüllen kann, interessiert den salesman oft erst in zweiter Linie. Stellt der Kunde nach einem halben oder ganzen Jahr die Zahlungen ein, hat er auf alle Fälle 50 % an Spesen bezahlt. Um hier mehr oder weniger unlauteren Geschäftspraktiken von seiten der Vertreter vorzubeugen, sind einige Vertriebsgesellschaften dazu übergegangen, die Qualität des salesman und damit sein berufliches Fortkommen innerhalb der Organisation an Hand der Zahl pünktlich eingegangener Beiträge der Kunden zu beurteilen.²⁶¹⁾ Von einer erhöhten Ausfallquote bei Sparprogrammen wird damit zu Recht auf die Güte der Anlageberatung geschlossen.

17.6.1967, S. 149. In der Vergangenheit wurden in den USA verschiedentlich wegen der Höhe der Spesenbelastungen Prozesse gegen die mutual funds geführt. Vgl. The fight on mutual fund fees, in: BuWe v. 16.12.1961, S. 110 ff.

260) Vgl. Special study 4, a.a.O., S. 269 ff.

261) Die salesman sind zwar grundsätzlich Vertreter. Je nach ihren Umsätzen können sie in der Vertriebsorganisation unterschiedliche Rangstufen mit verschiedenen hohen Provisionsätzen einnehmen. Die Umsätze bilden aber nicht das alleinige Beurteilungskriterium für eine höhere Einstufung. Vgl. hierzu Associate Commission Schedules. Pd. by IOS Juni 1966 unveröffentl. Manuskript.

Die meisten Anlageberater dürften ihre potentiellen Kunden außerdem nicht darauf hinweisen, daß sie binnen 30 Tagen nach Abschluß eines contractual plans ohne Kosten vom Vertrag zurücktreten können.²⁶²⁾ Dieses Vorgehen wird noch dadurch erleichtert, daß auch in den Fonds-Prospekten nicht auf diese Möglichkeit hingewiesen wird.

In letzter Zeit haben sich von den deutschen Investmentgesellschaften die Adig und die Union-Investment-Gesellschaft dazu entschlossen, die amerikanischen contractual plans zu kopieren. Hierbei werden in der BKD 5 % Spesen in Ansatz gebracht. Genau wie bei den US-Fonds werden auch hier von den Einzahlungen des ersten Jahres die Hälfte für Gebühren verrechnet. In den folgenden Jahren erfolgt dann allerdings keine Spesenbelastung mehr.

Für die KAGs bedeutet der Verkauf von langfristigen Anlageplänen ein kalkulierbares, relativ sicheres Wachstum und eine Erleichterung der Liquiditätsdispositionen. Die Gesellschaften verfügen durch die Programme über einen stetigen Mittelzufluß. Durch die Wiederanlage von Erträgen werden die Liquiditätsreserven vor allem durch die Anlagepolitik und nicht durch die Ausschüttungspolitik bestimmt. Eine etwaige Abhängigkeit des Mittelzuflusses von der jeweiligen Börsenlage wird dadurch gemildert. Der Vertrieb von Sparprogrammen erfolgt also nicht nur im Rahmen der kundenorientierten Marketingkonzeption. Durch die Verbreiterung ihres Dienstleistungsangebotes wird auch die Finanzierungspolitik der Investmentgesellschaften auf eine breitere Basis gestellt.

So stellt sich die Situation für die Fonds dar. Für den einzelnen Investor ist es dagegen günstiger, sich für einen freiwilligen Sparplan zu entschließen, wenn er ein Sparprogramm abschließen will. Bei sonst gleichen Leistungen ergeben sich für ihn im Falle der frühzeitigen Liquidation nicht so große Kapitalverluste wie

262) Vgl. Report 1966, a.a.O., S. 225.

bei einem contractual plan. Im Interesse des Anlegers müßten also die Investmentgesellschaften auf den Verkauf von contractual plans verzichten. Davon würden wiederum die Provisionseinnahmen der Vertreter betroffen werden. Ihr Interesse am Vertrieb von Zertifikaten würde zwangsläufig nachlassen, ein Effekt, den die Gesellschaften verständlicherweise vermeiden wollen. Denn ungefähr die Hälfte des Zuwachses der Fondsvermögen resultiert aus dem Verkauf von Anteilen, die andere Hälfte aus Wertsteigerungen an den Portefeuille-Wertpapieren.²⁶³⁾ Um alle Zertifikatseigner in den Genuß von Wertsteigerungen kommen zu lassen, ziehen es also die Investmentgesellschaften vor, z.T. dafür bestimmte Anlegergruppen, nämlich die Halter von contractual plans, über die Spesenberechnung zu benachteiligen.

Die Tatsache, daß trotz der offenkundigen Mängel immer noch eine große Anzahl derartiger Programme abgeschlossen werden, dürfte zu einem guten Teil auf eine einseitige Beratung zurückzuführen sein. Obwohl die contractual plans in der Vergangenheit in bezug auf den Wertzuwachs schlechter abgeschnitten haben als die freiwilligen Sparprogramme, werden von den Fonds und ihren Vertriebsgesellschaften meist nur Renditetabellen für die ersteren aufgestellt.²⁶⁴⁾ Es ergeben sich hier Konfliktmöglichkeiten zwischen einer objektiven Anlageberatung und dem Streben nach erhöhten Provisionseinnahmen. Erfahrungen, wie die deutschen Investmentgesellschaften mit ihren Vertreterstäben dieses Problem lösen, liegen bis jetzt noch nicht vor. Man kann gespannt sein, ob die Sparprogramme der Adig und der Union-Investment-Gesellschaft mit ihrer Vorwegbelastung der Spesen beim Publikum einen größeren Anklang finden als die freiwilligen Sparpläne der Deutschen Kapitalanlagegesellschaft und der Deutschen Gesellschaft für Wertpapiersparen.

263) Vgl. Special study 4, a.a.O., S. 95.

264) Ebda.: S. 181.

Die deutschen Investmentgesellschaften sind z.Zt. bezüglich ihrer Produktgestaltung und des Umbaues ihrer Vertriebsmethoden noch zu sehr im Experimentierstadium, als daß man hier Voraus-sagen wagen könnte. Der Nutznießer dieser Lage ist mit der deut-sche Investorsparer, der unter den vielfältigsten Anlagemög-lichkeiten die Auswahl treffen kann.

Dazu ist es allerdings nötig, daß der Markt transparenter wird, der Sparer einen besseren Überblick über die verschiedenen Kapi-talanlagemöglichkeiten bekommt. In der Vergangenheit konnte man z.T. den Eindruck gewinnen, daß den deutschen Investmentgesell-schaften gar nicht daran gelegen war, dem Investor eine bessere Marktübersicht zu verschaffen. Wenn sie allerdings in der Zukunft ihr erweitertes Dienstleistungsangebot absetzen wollen, müssen sie diese reservierte Haltung aufgeben.

3. Der Versicherungsschutz für Sparprogramme

Bei einem contractual plan verpflichtet sich der Investor, fest-gelegte, monatlich zu zahlende Beträge über einen gewissen Zeit-raum hinweg in Investmentanteilen anzulegen. Die Summe dieser Anlagebeträge ergibt für ihn das Planziel. Die Erreichung dieses Zieles wird gefährdet, wenn der Investorsparer während der Plandauer stirbt. In diesem Falle hilft die Versicherung mit, das festgelegte Ratenziel zu erreichen.²⁶⁵⁾

Diese Spar-Versicherungskombination ist im finanziellen Dienst-leistungsbereich nicht neu. Die Zins- und Tilgungsleistungen für

265) Vgl. hierzu den ausführlichen Artikel Investment-Sparen mit Risiko-Lebensversicherung, in: FAZ Nr. 37 v. 13.2.1967; Jung, K.: Den Anlegerwünschen angepaßt, in: Der Volkswirt Nr. 10 v. 10.3.1967, S. 384.

Bauspardarlehen werden z.B. ebenfalls auf diese Weise abgesichert.²⁶⁶⁾ Bei einem nicht erfüllten Investment-Sparprogramm ist es die Aufgabe der Versicherung, die ausstehenden Raten im Versicherungsfall an die KAG zu bezahlen. Die Gebühren hierfür sind sehr niedrig und richten sich nach dem Alter des Anlegers. Bei der Festsetzung der Einkommensteuer können sie berücksichtigt werden.

Der Unterschied zu einer Versicherung auf den Erlebens- oder Todesfall²⁶⁷⁾ besteht darin, daß bei dieser die Erben einen Anspruch auf Auszahlung einer bestimmten Mindestsumme haben. Dies ist bei der hier zu erörternden Risikoversicherung nicht der Fall. Sie hat bei Eintreten des Versicherungsfalles nur noch die ausstehenden Sparraten an die Investmentgesellschaft zu zahlen. Einen Mindestwert des Sparprogramms garantiert sie nicht. Der Anleger hat neben dem Risiko der Geldwertstabilität, das er auch bei einer gemischten Lebensversicherung zu tragen hat, noch das Risiko der Kursschwankungen an seinen Investmentzertifikaten. Der Versicherungsschutz für Investment-Sparprogramme bildet also keinen Ersatz für den Abschluß einer Lebensversicherung.

Eine derartige Versicherung kann sowohl bei deutschen wie bei amerikanischen Fonds mit einem contractual plan gekoppelt werden.²⁶⁸⁾ Das freiwillige Sparprogramm der Deutschen Kapitalanlagegesellschaft wird durch den Abschluß einer Risikoversicherung ebenfalls zum contractual plan.²⁶⁹⁾ Unterschiede zwischen den Gesellschaften in der BRD und den USA bestehen hauptsächlich

266) Vgl. Tormann, W.: Investmentsparen und Versicherung, in: ZfK 1967, S. 19; ebenso Investmentsparen mit Lebensversicherung, in: BdWi Nr. 44 v. 21.2.1967.

267) Vgl. hierzu Arps, L.: Das Versicherungssparen, Frankfurt/M. 1964, S. 18 ff.

268) Vgl. Special study 4, a.a.O., S. 175 f.

269) Vgl. Deka-Zuwachs-Konto. Gedanke und Verfahren, Sonderdruck aus dem Handbuch für Anlageberatung, o.J., S. 2.

hinsichtlich der Laufzeit der Versicherungen, die Mindestzeit beträgt dabei fünf Jahre.²⁷⁰⁾²⁷¹⁾

Die amerikanischen Gesellschaften versichern hier in Deutschland mit einer Ausnahme ihre Sparpläne mit einer in der BRD nicht zum Geschäftsbetrieb zugelassenen Versicherung. Um hier etwaigen Schwierigkeiten aus dem Wege zu gehen, läßt die Channing Gruppe ihre Programme durch die Deutsche Beamtenversicherung abdecken.²⁷²⁾

Im Übrigen besteht zwischen den Gesellschaften in beiden Ländern auf diesem Gebiet der Produktgestaltung kein Unterschied.

Ob die deutschen Investmentgesellschaften die gleiche Beobachtung machen können wie ihre Konkurrenz aus den USA, daß nämlich bei versicherten Sparprogrammen die Ratenzahlungen pünktlicher erfolgen,²⁷³⁾ ist bis jetzt noch nicht zu bestimmen, da diese Dienstleistung erst relativ kurze Zeit angeboten wird.

4. Der Auszahlungsplan

Die meisten amerikanischen Investmentfonds geben dem Anleger die Möglichkeit, sich aus dem durch Investmentzertifikate angesammelten Kapital monatlich oder vierteljährlich einen gewissen Betrag auszahlen zu lassen.²⁷⁴⁾ Dieser Entnahmeplan ist vor allem ge-

270) Von der Adig, der Union-Investment-Gesellschaft, der Deutschen Kapitalanlagegesellschaft und der Deutschen Gesellschaft für Wertpapiersparen werden Sparpläne mit Versicherungsschutz vertrieben.

271) Vgl. Adig-Plan ohne Versicherungsgrenze, in: HB Nr. 183 v. 21.9.1967.

272) Vgl. Schreiben des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen an den Verf. v. 24.11.1966.

273) Vgl. Report 1966, a.a.O., S. 229.

274) Vgl. Special study 4, a.a.O., S. 113.

dacht zur Unterstützung der regulären Altersversorgung. Je nach Anlagegesellschaft muß dabei ein Kapital von § 5.000 - § 10.000 vorhanden sein. Der auszuzahlende Betrag kann immer wieder geändert werden. Eine Anpassung an die Bedürfnisse des Investors ist somit gewährleistet. Einige Fonds schreiben allerdings einen Mindestbetrag zur Entnahme vor.

Um die Substanz nicht anzugreifen, wird von den Gesellschaften nach ihrer Erfahrung empfohlen, nicht mehr als 10 % des Anfangskapitals zu entnehmen.²⁷⁵⁾

In diesem Falle sei gesichert, daß ein weiteres Kapitalwachstum stattfindet.

In der überwiegenden Mehrzahl der Fälle wird diese Dienstleistung von den Fonds kostenlos ausgeführt.

Ein derartiger Auszahlungsplan wird in Deutschland bis jetzt von der Adig und der Union-Investment-Gesellschaft für ihre Fonds angeboten. In der Ausgestaltung unterscheiden sie sich nicht von der gleichen Dienstleistung der amerikanischen mutual funds.

5. Sonstige Produktvariationen

Hierzu zählt einmal das Austauschrecht innerhalb von Fonds-Komplexen, von Gesellschaften, die Fonds mit verschiedenen Zielsetzungen verwalten.²⁷⁶⁾ Der Inhaber eines Fonds-Zertifikates hat hierbei das Recht, gegen eine sehr niedrige Gebühr, seine

275) Vgl. Koch, W.: Wer von Kapitalerträgen leben will, in: HB Nr. 177 v. 15.9.1964; Teuber, H.J.: Neue Wege zur wertbeständigen Vermögensbildung, in: Die Wpg Nr. 16 v. 15.8.1967, S. 322 ff.

276) Vgl. Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 135.

Anteile in die eines anderen Fonds umzutauschen. Von dieser Möglichkeit wird er einmal Gebrauch machen, wenn die einzelnen Fonds sehr unterschiedliche Wertentwicklungen ausweisen. Zum zweiten ist auf diesem Wege eine flexible Anpassung an seine jeweiligen Anlageziele möglich. Ist der Investor z.B. aus wirtschaftlichen Gründen gezwungen, mehr auf Einkommensausschüttung als auf Kapitalwachstum zu achten, so ist jederzeit ein Tausch innerhalb der verschiedenen Fonds möglich.

Dieses Austauschrecht ist vollkommen unabhängig von der Art, in der die Anteile erworben worden sind. Ein contractual plan-Halter kann während der Plandauer und danach genauso von diesem Recht Gebrauch machen wie derjenige, der eine einmalige Zahlung leistet.

In Deutschland wird ein derartiges Austauschrecht von der Adig in beschränktem Umfang angeboten. Wer z.B. einen contractual plan in Fondis-Anteilen bei ihr eröffnen will und Fondra-Zertifikate in Besitz hat, kann diese spesenfrei gegen Fondis-Anteile tauschen. Ein Austausch bei durch einmalige Zahlungen erworbenen Anteilen ist dagegen nicht möglich.

Eine andere Leistung, die ebenfalls von den deutschen Fonds nicht angeboten wird, betrifft die Inhaber eines contractual plan.²⁷⁷⁾ Um die durch eine frühzeitige Liquidierung eintretende hohe Spesenbelastung zu vermeiden, haben diese Investoren das Recht, bis zu 90 % des Wertes ihrer Anteile liquidieren und später spesenfrei wieder einbezahlen zu können.

277) Vgl. Report 1966, a.a.O., S. 304 ff.

6. Zusammenfassung

Die deutschen Investmentgesellschaften haben in bezug auf die Produktgestaltung von den amerikanischen Fonds vor allem die Sparprogramme - mit und ohne Versicherungsschutz - übernommen. Am schwierigsten war dabei wahrscheinlich die Vermittlung eines längerfristigen Versicherungsschutzes. Die deutschen Versicherungsgesellschaften haben ihre abwartende Haltung nur langsam aufgegeben. Manche Lebensversicherungen befürchten anscheinend immer noch, daß Konkurrenzbeziehungen zwischen einer Risikoversicherung für ein Investment-Sparprogramm und einer langfristigen gemischten Lebensversicherung bestehen. So erklärte sich die Allianz-Versicherung nicht bereit, die Sparpläne der Adig für länger als fünf Jahre zu versichern.

Für die Inhaber deutscher Sparprogramme wäre es sicher ebenfalls wünschenswert, wenn sie zwischenzeitlich einen gewissen Prozentsatz des investierten Kapitals verflüssigen könnten, um ihn dann später wieder spesenfrei anzulegen.

Das gleiche wäre für das Umtauschrecht innerhalb der Fonds einer Investmentgesellschaft festzustellen.

Es wird sich vielleicht so verhalten, daß die deutschen Investmentgesellschaften diese zusätzlichen Dienstleistungen allzusehr unter dem kurzfristigen Aspekt der Kostenverursachung sehen. Im Gegensatz zum regulären Bankgeschäft, wo der kalkulatorische Ausgleich zwischen den verschiedenen Dienstleistungen hinlänglich bekannt ist, haben sich die deutschen Fonds-Gesellschaften bzw. deren Mitgliederbanken mit dieser Idee noch nicht befreundet können. Man muß sich nur fragen, ob diese konservative Haltung der Gesellschaften nicht etwas zu kurzfristig ist. Nach Ansicht der Branche und den erhaltenen Auskünften beziehen die Gesellschafterbanken aus diesen Beteiligungen eine Rendite, die zwischen

8 % und 12 % schwankt. Unter dem Gesichtspunkt der langfristigen Optimierung der Eigenkapitalrentabilität wäre es angebrachter, einige Jahre auf eine so hohe Rendite zu verzichten und die dadurch freiwerdenden Gelder zum Ausbau des absatzpolitischen Instrumentariums zu benutzen. Denn letzten Endes dürfte auch auf dem Gebiet der Produktgestaltung die amerikanische Konkurrenz bestimmen, was das "übliche" Leistungsangebot der Investment-Industrie ist. Die Angleichung der Vertriebsmethoden war im Verhältnis dazu ein bedeutend schwerwiegender Schritt als es manche Änderungen der Produktgestaltung wären. Vielleicht resultiert diese z.T. zögernde Einstellung auf eine Produktvariation daraus, daß die deutschen Investmentgesellschaften nicht zu sehr als Imitatoren ihrer amerikanischen Konkurrenz erscheinen wollen.

Diese Haltung wäre zwar verständlich; sie würde aber bedeuten, daß die deutschen Fonds selbst Marktforschung mit Ausrichtung auf die Kundenwünsche betreiben müßten, was bis jetzt - wahrscheinlich gleichfalls aus Kostengründen - nicht geschehen ist. Der Vertrieb über Vertreter kann hier bezüglich der Produktgestaltung nur von Vorteil sein. Denn die Anlageberater werden am ehesten mit den Kundenwünschen konfrontiert und können diese an die Gesellschaft weiterleiten.

IV. Die Wertzuwachsrate im Investmentwesen - Werbemittel und Maßstab für die Effizienz des Managements

In diesem Kapitel wird ein weiterer der Gründe dafür behandelt, warum die amerikanischen Investmentgesellschaften in den letzten Jahren in Deutschland einen derartigen Absatzerfolg erzielen konnten. Es beschäftigt sich mit den Wertzuwachsrate, mit der Vermehrung des eingesetzten Kapitals, die die Fonds aus den USA

nachweisen konnten und können. Es wird einmal dargestellt, welche Rolle die Preispolitik im Investmentwesen spielt; zum anderen werden die unterschiedlichen Wertentwicklungen der Gesellschaften in der BRD und den USA aufgezeigt, ihre Ursachen dargelegt und ihr Doppelcharakter als Maßstab für die Güte des Managements und als Werbemittel herausgearbeitet.

1. Die preispolitischen Möglichkeiten einer Investmentgesellschaft

a) Der Begriff der Preispolitik

"Preispolitik bedeutet, die in Hinblick auf die Zielsetzung eines Unternehmens 'richtigen' Preisforderungen und/oder Preisgebote zu bestimmen. Dabei sind die Ziele, die angestrebt werden sollen, als gegeben anzunehmen. Sie werden im Rahmen der übergeordneten Betriebspolitik festgelegt."²⁷⁸⁾ Anbieter und/oder Nachfrager müssen also die Möglichkeit haben, den Preis zu variieren. Der Begriff der Preispolitik im marktwirtschaftlichen System - und nur in einem solchen kommen Investmentgesellschaften vor - ist nicht vereinbar mit einem Festpreis. Durch das absatzpolitische Instrument des Preises soll der Unternehmer seinen Absatz so bestimmen können, daß dadurch seine Zielfunktion optimiert wird.²⁷⁹⁾

Es ist die Frage zu untersuchen, ob eine Investmentgesellschaft in diesem Sinne Preispolitik betreiben kann.

278) Jacob, H.: Preispolitik, Wiesbaden 1963, S. 14.

279) Vgl. hierzu auch Gutenberg, E.: Grundlagen II, a.a.O., S. 178 ff.

b) Die preispolitischen Grenzen eines Investmentfonds

Der Preis eines Investmentzertifikates ist - wie schon angeführt²⁸⁰⁾ - mit dem Inventarwert identisch. Das Vermögen des Fonds wird geteilt durch die Zahl der umlaufenden Anteile. Kein Anleger wird bereit sein, mehr für ein Zertifikat zu zahlen, als es "wert" ist. Es handelt sich vielmehr um einen rechnerischen Wert.²⁸¹⁾²⁸²⁾ Ein Auseinanderfallen zwischen Preisforderung und Preisgebot ist nicht möglich. Die Investmentgesellschaft kann nur diesen einen Preis ermitteln und festsetzen. Der Kunde kann zu diesem Preis den Kauf abschließen oder nicht. Preisnachlässe, Rabatte, Sonderkonditionen sind in der Investmentindustrie unbekannt.

Die Investmentgesellschaft kann nur über ein Splitting den rechnerischen Wert eines Anteils verändern. In diesem Falle bekommt ein Anteilsinhaber für sein altes Zertifikat ein oder mehrere neue hinzu. Der Preis wird je nach dem Splitting-Verhältnis geändert. Die Möglichkeiten der direkten Preispolitik²⁸³⁾ sind somit für eine Investmentgesellschaft sehr gering.

Demnach ist es verfehlt, die Preishöhe als Maßstab für die Qualität eines Anteils anzusehen. Der Geldbetrag, für den ein Zer-

280) Vgl. Fußnote 240.

281) An den deutschen und amerikanischen Börsen werden dementsprechend die Investmentanteile des jeweiligen Landes nicht gehandelt. Dagegen sind z.B. an der Börse von Amsterdam deutsche Investmentanteile amtlich notiert. Vgl. hierzu Bruns, G.: Die börsenmäßige Handelbarkeit von Investment-Zertifikaten, in: ZfK 1963, S. 144 ff.; ebenso Börsenhandel bei Investmentzertifikaten?, in: IK Nr. 23 v. 12.2.1963.

282) Vgl. Senn, W.: Die westdeutschen Investmentgesellschaften als Mittel zur Förderung der Kapitalmarktpolitik, Diss. Stuttgart 1959, S. 51 ff.

283) Indirekt kann die KAG noch Preispolitik betreiben über den Absatz von Anteilen und eine eventuelle Beeinflussung der Börsenkurse mittels Kauf und Verkauf von Wertpapieren.

tifikat erworben wird, sagt nichts über seine Güte aus. Die in der Sortiments- und Produktpolitik des Handels und der Industrie gebräuchliche Beziehung zwischen Preis und Qualität trifft für die Dienstleistung einer Investmentgesellschaft nicht zu.²⁸⁴⁾ Es kann zwar sein, daß ein potentieller Investor durch den optisch niedrigen Preis eines Investmentanteils zum Kauf veranlaßt wird oder wegen des niedrigeren Preises und der scheinbar damit verbundenen minderen Qualität davon Abstand nimmt. Bei jeder der beiden Verhaltensweisen handelt es sich aber um einen Trugschluß. Die Höhe des Zertifikatspreises bildet keinen Maßstab für dessen positive oder negative Bewertung.

Die Möglichkeiten preispolitischer Aktionen der Investmentgesellschaften sind also äußerst begrenzt. Der Preispolitik in dieser Branche den Charakter eines eigenständigen absatzpolitischen Instrumentes zuzusprechen, ist verfehlt.

Es darf sogar bezweifelt werden, ob die KAGs eine sehr aktive Preispolitik betreiben würden, wenn sie die Möglichkeit dazu hätten. Die relative Einheitlichkeit der Spesenbelastungen zeigt, daß Preis- und Spesenwettbewerbe auf dem oligopol-ähnlichen Markt für Investmentzertifikate nach Möglichkeit vermieden werden. Man zieht den Wettbewerb mit Hilfe anderer absatzpolitischen Instrumente vor.

Der Investmentsparer selbst dürfte dem Preis, zu dem er die Anteile erwirbt, nur sehr selten die Funktion eines absatzpolitischen Instruments zuerkennen. Über längere Zeit betrachtet ist ihm nicht wichtig, zu welchem Preis er die Anteile erworben hat, sondern wie die Wertentwicklung der Zertifikate im Zeitablauf ist.

Ein derartiger Wertvergleich stellt für die Investmentgesell-

284) Vgl. Sandig, C., a.a.O., S. 213 ff.

schaft ein Werbemittel und für den Investor einen Maßstab für die Effizienz des Managements dar, mit dessen Hilfe er sein Anlageziel erreichen will.

2. Umfang und Ursachen der unterschiedlichen Zuwachsraten im deutschen und amerikanischen Investmentwesen

Will man aber "doch eine Beurteilung der Höhe des Ausgabepreises unter dem Gesichtspunkt des Anlageerfolges der von der Leitung durchgeführten Fondsanlagen durchführen, so erfordert dies prinzipiell die Berücksichtigung von drei Faktoren:

1. Beachtung des Gründungszeitpunktes,
2. Zurechnung der erfolgten Ausschüttungen,
3. Entsprechende Vervielfachung des Ausgabepreises bei einer erfolgten Spaltung."²⁸⁵⁾

Unter Beachtung dieser 3 Komponenten führen wir im folgenden einen Wachstumsvergleich zwischen verschiedenen Fonds beider Länder über 10 Jahre und fünf Jahre hinweg durch.

a) Ein Wachstumsvergleich zwischen deutschen und amerikanischen Fonds.

Für einen Wachstumsvergleich über 10 Jahre hinweg stehen nur einige wenige deutsche Fonds zur Verfügung, da die "Gründerzeit" im deutschen Investmentwesen in die Jahre 1958 - 1960 fällt. Ein derartiger Vergleich ergibt folgendes Bild:

²⁸⁵⁾ Schimrock, H., a.a.O., S. 29.

Vergleich der Wertentwicklung amerikanischer Fonds
vom 2.1.1957 bis 31.12.1966 +)

Fonds	Prozentveränderung
Chemical Fund	+ 149,25
Diversified Growth Stock Fund	+ 132,49
Dreyfus Fund	+ 217,60
Fidelity Trend Fund, Inc. ¹⁾	+ 747,10
Franklin Custodian Fund, Inc.	
Utilities Series	+ 138,70
Founders Mutual Fund	+ 106,10
Keystone Fund S-4	+ 122,07
Putnam Growth Fund	+ 261,40
Scudder Special Fund	+ 322,60
T. Rowe Price Growth Stock Fund, Inc.	+ 156,65
Television-Electronics-Fund, Inc.	+ 114,74
Value Line Special Situation Fund, Inc.	+ 145,15
Dow Jones Index ⁺⁺⁾	+ 110,--

+) Unter Berücksichtigung der Splittings und erhaltenen Ausschüttungen ohne Wiederanlage. Am 2.1.1957 Ausgabepreis, am 31.12.1966 Rücknahmepreis.

++) Unter Berücksichtigung einer durchschnittlichen Rendite von 3 % pro Jahr.

1) Stichtag 16.6.1958

Quelle: Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 158 ff.

Vergleich der Wertentwicklung deutscher Fonds
vom 2.1.1957 bis 31.12.1966 +)

Fonds	Prozentveränderung
Concentra	+ 147,1
Dekafonds I	+ 172,0
Fondak	+ 186,8
Fondis	+ 161,3
Fondra	+ 163,0
Investa	+ 189,8
Unifonds	+ 154,7
Aktienindex ++)	+ 170,-

+) Unter Berücksichtigung der Splittings und erhaltenen Ausschüttungen ohne Wiedereanlage. Am 2.1.1957 Ausgabepreis, am 31.12.1966 Rücknahmepreis.

++) Index der Aktienkurse aus dem Monatsbericht der Deutschen Bundestank Febr. 1967, S. 82, unter Einbeziehung einer durchschnittlichen Rendite von 3 % pro Jahr.

Quelle: Geschäftsberichte der einzelnen Investmentgesellschaften.

Es ist üblich, die Wertentwicklung der einzelnen Investmentfonds mit dem Aktienindex zu vergleichen, wobei eine durchschnittliche Rendite von 3 % zugrunde gelegt wird. Der Vergleich mit einem Index ist aus mehreren Gründen problematisch.²⁸⁶⁾ Einmal sind in ihm Aktien enthalten, die sich in keinem Portefeuille einer Investmentgesellschaft befinden. Dies trifft auf den Aktienindex des Deutschen Statistischen Bundesamtes zu. Oder er enthält nur eine Auswahl der an einer Börse gehandelten Aktien, wie dies beim Dow Jones Index der Fall ist. Des weiteren befinden sich im Vermögen eines Fonds Bargeld und Rentenwerte, Posten, die im Index keine Berücksichtigung finden. Trotz dieser Vorbehalte hat sich ein Vergleich der Fondsentwicklung mit einem Aktienindex durchgesetzt.

Der mögliche Kumulationseffekt bei der Wiederanlage der ausgeschütteten Erträge wurde nicht angewandt, da ihn die Inhaber deutscher Zertifikate bis in die jüngste Zeit nicht nutzen konnten.

Die Analyse der Wertentwicklungen ergibt nun, daß die deutschen Fonds ihren Anteilseignern in den letzten 10 Jahren zwar einen Gewinn erwirtschaftet haben, der sich aber doch sehr im Rahmen der allgemeinen Börsenentwicklung bewegte. Nur 3 Fonds konnten die Zuwachsraten des Aktienindex überbieten. Besonders krass fällt der Unterschied zwischen zwei Fonds mit ungefähr der gleichen Portefeuille-Zusammensetzung auf, nämlich von Concentra und Investa, der erste mit einem Wachstum von 147,1 % und der zweite mit einer Steigerung von 189,8 %. Das Management des Fonds Concentra dürfte in der vergangenen Zeit nicht immer gerade eine glückliche Hand bei der Verwaltung der Wertpapiere gehabt haben.

286) Vgl. Aktienindex und Investmentzertifikate, in: IK Nr. 139 v. 8.9.1964; Steinberg, H.: Wie lohnt sich das Investment-Sparen?, in: Die Zeit Nr. 39 v. 25.9.1959. Zur Problematik der Aktienindizes vgl. Bleymüller, J.: Theorie und Technik der Aktienindizes, Wiesbaden 1966.

Diese schlechte Entwicklung tut aber der Tatsache keinen Abbruch, daß dieser Fonds mit 23 % den größten Marktanteil besitzt. Es wird damit die von uns an anderer Stelle gemachte Feststellung erhärtet, daß für den Absatz deutscher Fonds bislang nicht so sehr die Wertentwicklung, die erfolgreiche Anlagepolitik der Gesellschaft, maßgebend war, sondern vielmehr die Dichte des Zweigstellennetzes.

Bei den amerikanischen Fonds fällt der Founders Mutual Fund mit einer Zuwachsrate von 106,1 % um fast 4 % gegenüber dem Dow Jones Index mit einem Plus von 110 % ab. Es ist hierbei allerdings zu berücksichtigen, daß dieser Fonds der einzige in der Tabelle ist, der als Anlageziel gemäßigtes Wachstum mit Einkommenserzielung verfolgt. Zum anderen handelt es sich beim Founders Mutual Fund um einen fixed-fund, der also keine Anlagepolitik betreibt. Die anderen Fonds trachten danach, entweder höchste Kapitalgewinne oder hohes Wachstum zu erzielen. Beachtenswert ist hierbei das herausragende Ergebnis des Fidelity Trend Fund, der in weniger als 10 Jahren eine Zuwachsrate von 747,1 % erzielen konnte. Das Fondsvermögen stieg im gleichen Zeitraum von \$ 287.930,-- auf \$ 983.109.573,--. Aber auch die Ergebnisse der anderen Fonds können neben dem Dow Jones Index gut bestehen.

Klammert man das außergewöhnliche Ergebnis des Fidelity Trend Fund aus, so ergibt sich, daß im Durchschnitt die hier angeführten amerikanischen Fonds den Aktienindex um 54,27 % überboten haben. Bei den deutschen Fonds liegt der vergleichbare Wert bei minus 1,29 %. Es soll nicht bestritten werden, daß es auch unter den Fonds in den USA einige gibt, die nicht so hervorragende Resultate aufweisen können. Die Mehrzahl der in Deutschland angebotenen amerikanischen Fonds fällt aber in die Kategorie der wachstumsorientierten KAGs, die auch über 10 Jahre hinweg einen beachtlichen Erfolg vorweisen können.

Welche Bedeutung der Auswahl eines Investmentzertifikates durch den Investor zukommt, geht daraus hervor, daß bei einer Betrachtung über 10 Jahre zwischen dem Ergebnis des schlechtesten deutschen Fonds, Concentra mit einem Zuwachs von 147,1 % und dem Investa-Fonds mit 189,8 % eine Spanne von 42,7 % liegt.

Daß man sich - wenn auch unter allem Vorbehalt - an derartige Kennziffern halten kann, geht auch aus der kurzfristigen Betrachtung über 5 Jahre hervor.

Vergleich der Wertentwicklung amerikanischer Fonds
vom 31.12.1961 bis 31.12.1966 +)

Fonds	Prozentveränderung
Axe-Houghton Fund A, Inc.	+ 28,25
Channing Growth Fund	+ 46,99
Chemical Fund	+ 51,21
Diversified Growth Stock Fund	+ 37,97
Dreyfus Fund	+ 75,40
Fidelity Trend Fund, Inc.	+ 101,08
Fundamental Investors Fund, Inc.	+ 42,13
Founders Mutual Fund	+ 27,05
Ivest Fund, Inc.	+ 102,--
Putnam Growth Fund	+ 23,77
Scudder Special Fund	+ 41,17
United Accumulative Fund	+ 38,69
Dow Jones Index + +)	+ 21,50

+) Unter Berücksichtigung der Splittings und erhaltenen Ausschüttungen ohne Wiederanlage. Berechnung jeweils zum Inventarwert.

+ +) Unter Berücksichtigung einer durchschnittlichen Rendite von 3 % pro Jahr.

Quelle: Vademecum der Investmentfonds 1967, a.a.O., S. 5 ff.
und Wiesenberger 1967, a.a.O., S. 138 ff.

Vergleich der Wertentwicklungen deutscher Fonds
vom 31.12.1961 bis 31.12.1966 +)

Fonds	Prozentveränderung
Adifonds	- 21,62
Adiropa	- 17,73
Adiverba	- 17,52
Agefra	- 23,03
Akkumula	- 18,30
Allfonds	- 10,81
Anglo-Dutch	- 1,39
Arideka	- 4,55
Atlanticfonds	- 10,88
Brauereifonds	+ 4,30
Concentra	- 21,91
Dekafonds I	- 20,54
Europafonds I	- 21,77
Fondak	- 23,61
Fondis	- 24,42
Fondra	- 2,45
Industria	- 22,93
Investa	- 17,58
Intervest	- 1,03
Thesaurus	- 28,64
Transatlanta	- 12,79
Tresora	- 22,22
Unifonds	- 18,63
Aktienindex ++)	

+) Unter Berücksichtigung der Splittings und erhaltenen Ausschüttungen ohne Wiederanlage. Berechnung jeweils zum Inventarwert.

++) Index der Aktienkurse aus dem Monatsbericht der Deutschen Bundesbank v. Febr. 1967, S. 82, unter Einbeziehung einer durchschnittlichen Rendite von 3 % pro Jahr.

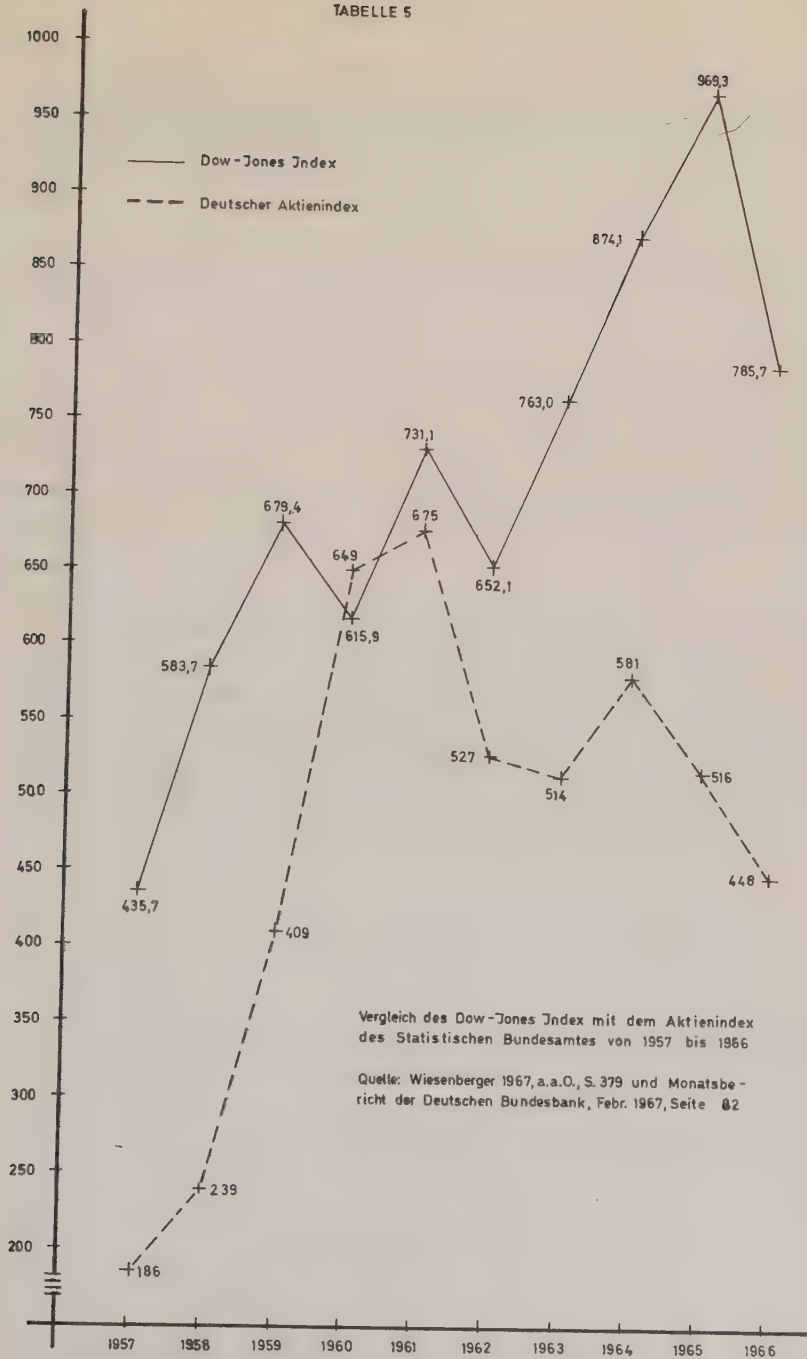
Quelle: Vademecum der Investmentfonds 1967, a.a.O., S. 5 ff.

Bei den deutschen Fonds zeigt sich ein sehr heterogenes Bild. Die negative Entwicklung des Aktienmarktes betraf vor allem nicht die Branchenfonds und Gesellschaften, die ausländische Wertpapiere in Besitz hatten. Das günstige Abschneiden des Fondra ist auf die im Portefeuille befindlichen Rentenwerte zurückzuführen. Hier fällt gegenüber dem Vorjahr die starke Zunahme der Pfandbriefe auf. Läßt man diesen Fonds, die spezialisierten Branchen- und Länderfonds außer Acht, so ergibt sich, daß die nur deutsche Aktien und Wandelanleihen besitzenden Investmentgesellschaften um 21,08 % schlechter abschnitten als der Aktienindex. Von den deutschen Fonds, die zu 90 % - 95 % deutsche Aktien im Portefeuille hatten, schnitt wiederum der Fonds Investa am besten ab. Der Thesaurierungsfonds Akkumula und der Auslandsfonds Intervest dieser Anlagegesellschaft wiesen auch in ihrer jeweiligen Kategorie die besten Ergebnisse vor. Nachdem der Fonds Investa auch beim 10-Jahrevergleich an der Spitze gelegen war, kann man hier bei der Deutschen Gesellschaft für Wertpapiersparen ein besseres Management annehmen als bei den anderen deutschen Gesellschaften. Es wird dadurch die Tatsache bekräftigt, daß auch die Wahl eines Investmentzertifikates nicht problemlos ist. Die Qualität der Kapitalanlage äußert sich nicht in dem Einstandspreis, der dafür zu zahlen ist, sondern in der fachkundigen Verwaltung und Vermehrung durch die Fonds-Gesellschaft.

Die in Deutschland vertriebenen US-Fonds können auch für die vergangenen fünf Jahre grundsätzlich mit ansehnlichen Zuwachsraten aufwarten. Die amerikanischen Gesellschaften sind dabei überwiegend am eigenen binnenländischen Markt tätig gewesen. Wertpapiergeschäfte in ausländischen Effekten gehörten in den letzten Jahren zu den Seltenheiten im amerikanischen Investmentwesen.

Zieht man also einen Wachstumsvergleich zwischen den deutschen und amerikanischen Fonds, so ist unbestreitbar, daß die letzteren das bedeutend bessere Ergebnis vorzeigen können. Die Hauptgründe hierfür sind in der unterschiedlichen Börsenentwicklung, der

TABELLE 5



Rolle des Managements in Deutschland und den Möglichkeiten zu Leerkäufen und -verkäufen sowie Wertpapiertransaktionen auf Kredit in den USA zu suchen.

b) Die Börsenlage in den USA und Deutschland während der Jahre 1957 - 1966

Die amerikanischen Investmentgesellschaften eröffneten oder verstärkten ab den Jahren 1960 - 1961 ihre Verkaufsbemühungen in Deutschland. Diese wurden sicher unterstützt durch die Lage am deutschen Aktienmarkt. Nach der Hausse in den Jahren 1958 - 1961 brach in der BRD eine Baisse aus, wie sie der deutsche Wertpapiersparer über einen so langen Zeitraum seit der Währungsreform nicht mehr erlebt hatte.

Wie die graphische Darstellung zeigt, begann sich die Schere der Börsenkurse in beiden Ländern zu Ungunsten Deutschlands zu öffnen. Daß aber auch bei sinkenden Kursen noch Gewinne zu erzielen sind, bewiesen die amerikanischen Investmentgesellschaften im Jahre 1966. Obwohl der Dow Jones Index vom 31.12.1965 bis zum 31.12.1966 um ca. 183 Punkte auf 785,69 fiel, konnten sie für diesen Zeitraum noch relativ gute Ergebnisse vorweisen.

c) Die Bedeutung der Unternehmensführung für eine Investmentgesellschaft

ca) Die Verknüpfung der Investmentgesellschaften in der BRD mit dem deutschen Bankwesen

Die Unternehmensführung einer Investmentgesellschaft hat folgende Hauptaufgaben:

1. Die Festlegung der Unternehmenspolitik auf lange Sicht. Auf eine KAG angewandt bedeutet dies, Festlegung des Unternehmenszieles, die Auswahl der hierfür zur Verfügung stehenden Mittel, wie Fonds mit verschiedenen Anlagezielen, Entscheidungen über den Einsatz bestimmter absatzpolitischer Instrumente.
2. Die Koordinierung der betrieblichen Teilbereiche, also vor allem der Anlage-, Vertriebs- und Werbepolitik.
3. Geschäftliche Maßnahmen von großer betrieblicher Bedeutung, wie z.B. kurzfristige Änderung des Mitteleinsatzes.
4. Die Besetzung von Führungsstellen innerhalb der Investmentgesellschaft.²⁸⁷⁾

Die Organisation der Unternehmensführung ist einer der wichtigsten Unterscheidungspunkte zwischen den deutschen und amerikanischen Fonds.²⁸⁸⁾

Im amerikanischen Investmentwesen handelt es sich um ein professionelles Management. Die Investmentgesellschaft hat ihre Wertpapieranalysten, die in einem full-time job der Gesellschaft zur Verfügung stehen. Der Vertrieb ist ebenfalls einem getrennten Unternehmen übertragen. Die mutual funds in den USA sind dadurch in der Lage, sich schnellstens auf Änderungen am Absatz- und Beschaffungsmarkt einzustellen.

Zu einer derart effizienten Organisation haben sich die deutschen Investmentgesellschaften bis jetzt noch nicht entschließen können. Die wichtigsten Organe neben dem Aufsichtsrat sind der Geschäftsführer und der Anlageausschuß.

287) Vgl. Gutenberg, E.: Unternehmensführung, Organisation und Entscheidungen, Wiesbaden 1962, S. 61.

288) Vgl. hierzu Wharton Report, a.a.O., S. 37 ff.

Mit der Festlegung der Unternehmenspolitik ist der Geschäftsführer grundsätzlich nicht betraut. Seine Tätigkeit ist mehr verwaltungstechnischer Art, wobei es auf seine eigene Initiative ankommt, in welchem Umlange neue Gedanken von seiner Seite in die Unternehmenspolitik eingehen. Die Entscheidung über die Portfeuille-Zusammensetzung trifft der Anlageausschuß. Es besteht hierbei oft Personalunion mit einem großen Teil des Aufsichtsrates.²⁸⁹⁾ Nun ist es keineswegs so, daß dieser Anlageausschuß ausschließlich mit der Wertpapieranalyse und den Entscheidungen über Effektenankäufe und -verkäufe beschäftigt wäre. Die Mitglieder dieses Ausschusses sind vielmehr hauptberuflich meist Angestellte der Gesellschafterbanken und nehmen die Aufgaben der Portfeuille-Verwaltung der Investmentgesellschaft mehr oder weniger nebenbei wahr. Auf diese Weise wird im deutschen Investmentwesen ein Vermögen von ca. 3 Milliarden DM verwaltet. In einem Industriebetrieb oder einer Geschäftsbank wäre die Wahrnehmung geschäftspolitischer Interessen auf diese Weise undenkbar. Solange die deutschen Investmentgesellschaften in einem relativ geschlossenen Märkte ohne ausländische Konkurrenz tätig waren, war diese Art der Unternehmensleitung noch durchführbar. Mit verstärktem Druck der Konkurrenz sind auch die Fonds in der BRD genötigt, auf diesem Gebiete ihre unternehmerische Konzeption zu überdenken. Es werden zwar durch die Beschäftigung hauptberuflicher Effektenanalysten und dergl. die absoluten Kosten steigen; die Verkaufserfolge der amerikanischen Fonds beweisen aber, daß der Anleger solange nicht nach den Kosten fragt, als die Gesellschaft entsprechende Wertzuwachsrate aufweisen kann.

Es soll hierbei aber nicht übersehen werden, daß die enge Anlehnung der deutschen KAGs an das einheimische Bankwesen auch Vorteile aufweist. Die Unternehmenspublizität und Auskunftsfreudigkeit der Unternehmen in den USA ist bedeutend größer als hier in

289) Vgl. z.B. die Organisationsstruktur der Deutschen Kapitalanlagegesellschaft und der Adig.

der BRD. Das "Prinzip der gläsernen Taschen" ist dort in viel weitreichenderem Maße verwirklicht. Die konservative Haltung der deutschen Unternehmen auf diesem Gebiete wird für die Investmentgesellschaften in der BRD hauptsächlich dadurch egalisiert, daß meistens die Vertreter der Anlageausschüsse gleichzeitig Aufsichtsräte von großen Firmen sind. In dieser Eigenschaft erhalten sie ebenfalls die Informationen, die die amerikanischen Investmentgesellschaften relativ freigebig von ihren Portefeuille-Firmen bekommen. Als Aufsichtsrat hat das Mitglied eines Anlageausschusses zwar Geschäftsgeheimnisse der betreffenden Gesellschaft zu wahren; auf dem Wege der informellen Kommunikation dürfte es aber möglich sein, das entsprechende Wissen ohne eine Geheimnisverletzung weiterzugeben.

Als einen Nachteil der Verbindung Fonds-Gesellschafterbank könnte man die Möglichkeit ansehen, daß der Fonds veranlaßt wird, minderwertige Papiere aus dem Vermögen einer Gesellschafterbank in das eigene Sondervermögen zu übernehmen. Ein ausdrückliches Verbot für eine solche Handhabung sieht das KAGG nicht vor. Nach § 5 KAGG ist es dem Geschäftsführer und Aufsichtsrat eines Fonds untersagt, Wertpapiere von der Gesellschaft zu kaufen noch an diese zu verkaufen, sofern sie bei diesem Geschäft für gemeinsame Rechnung der Anteilseigner handelt. Nach § 9 KAGG hat die Kapitalanlagegesellschaft das Sondervermögen mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns zu verwalten.

Auch unabhängig von diesen weit gefaßten Vorschriften zum Schutze der Investorsparer bestehen zwei Beschränkungsfaktoren, die bei fast allen deutschen Investmentgesellschaften wirksam sind.

Einmal ist hier die Zahl der Gesellschafterbanken von Bedeutung. Je mehr Gesellschafter eine Investmentgesellschaft hat, um so schwieriger wird es für den einzelnen, hier zwielichtige Transaktionen zu Lasten des Fondsvermögens vorzunehmen. Auf Grund

dieser Tatsache wäre es z.Zt. nur einer einzigen deutschen KAG möglich, derartige Wertpapiergeschäfte mit ihrer Gesellschafterbank zu tätigen. Es handelt sich hierbei um den Deutschen Investment-Trust (DIT), dessen einzige Gesellschafterin die Dresdner Bank AG ist. Alle anderen Fonds dagegen verfügen über mehrere Gesellschafter.

Der geschäftliche Erfolg einer Investmentgesellschaft, ausgedrückt durch die Wertsteigerungen der Anteile, stellt den zweiten Beschränkungsfaktor dar, der ein Handeln des Fonds zu Ungunsten der Zertifikatsinhaber verhindern dürfte. Durch die Aufnahme von Effekten geringer Qualität würde der Wert des Fondsvermögens beeinflusst werden. Im Vergleich zu anderen Gesellschaften würden ceteris paribus die Anteilswerte und Wertzuwachsrate dieses Fonds sinken. Die KAG, die so handelt, begibt sich u.U. der Werbewirkung einer etwaigen fachmännischen Anlageverwaltung.

Ansichts der geringen Markttransparenz unter den Investmentsparern kommt dem ersten Beschränkungsfaktor u.E. die größere Bedeutung zu. Um hier immer wiederkehrenden Mutmaßungen und Verdächtigungen vorzubeugen, ist daran zu denken, die Publizitätspflicht der Investmentgesellschaften zu erweitern. Nach der derzeitigen Regelung in § 20 KAGG sind die Fonds nicht verpflichtet, Wertpapierumschichtungen unter Angabe der jeweiligen Kurse zu veröffentlichen.

Auf freiwilliger Basis sind einige Gesellschaften dazu übergegangen, allerdings ohne Angabe der Kurse. Um der Öffentlichkeit einen besseren Einblick in die Geschäftstätigkeit der Investmentgesellschaften zu geben, wäre es zweckmäßig, wenn sie zur Auflegung von Vierteljahresberichten unter Angabe der Wertpapierveränderungen nach Menge und Preis verpflichtet würden.²⁹⁰⁾ Die

290) Die Publizität der amerikanischen Fonds ist in diesem Zusammenhang nicht zu erörtern, da sie bereits seit langem die Veröffentlichung von Vierteljahresberichten mit einer sehr detaillierten Rechnungslegung praktizieren. Zum anderen

Befürchtung, daß dadurch Außenstehende einen Einblick in die Anlagemethoden einer Gesellschaft erhalten würden, ist unbegründet, da es sich hierbei immer um eine ex-post-Betrachtung handeln würde.

Das Entscheidungsfeld einer Investmentgesellschaft wird außerdem noch begrenzt durch außerbetriebliche Umstände, von denen die Beschaffenheit des Kapitalmarktes am bedeutendsten ist.

cb) Die Bedeutung der Kapitalmarktstruktur für die Tätigkeit von Investmentgesellschaften

Ende 1966 hatten die an der New York Stock Exchange (NYSE) notierten Stammaktien einen Wert von ca. 1,891 Billionen DM.²⁹¹⁾ Der Wert der festverzinslichen Papiere betrug \$ 128 Milliarden. General Motors Corp. hatte dabei einen Marktwert von rd. 76 Milliarden DM. Die 50 größten Gesellschaften vereinigen auf sich einen Börsenwert von ca. 900 Milliarden DM.

Der Wert der an deutschen Börsen notierten Stammaktien betrug im Jahre 1966 rd. 91,225 Milliarden DM.²⁹²⁾ Davon werden ein ansehnlicher Prozentsatz in Form von Beteiligungen oder Dauerbesitz gehalten, so daß das effektiv verfügbare Material um einiges kleiner ist.²⁹³⁾ Einer Zahl von 614 an allen deutschen Börsen

taucht auf Grund der Trennung des Geschäftsbankwesens vom Wertpapiergeschäft dieses Problem bei den Fonds in den USA nicht auf.

291) Zu den Zahlenangaben über das amerikanische Börsenwesen vgl. New York Stock Exchange Fact Book 1967, Hrsg. New York Stock Exchange Mai 1967.

292) Zu den Zahlenangaben über den deutschen Kapitalmarkt vgl. Statistisches Jahrbuch 1967 Hrsg. Statistisches Bundesamt Wiesbaden 1967, S. 382 ff.

293) Nach der Konzentrations-Enquete der Bundesregierung ist der Bankensektor mit folgenden Prozentsätzen des Grundkapitals der Aktiengesellschaften des Nicht-Bankensektors an folgenden Branchen u.a. beteiligt: mit 27 % beim Handel, mit

notierten Gesellschaften stehen an der NYSE 1.286 Unternehmen gegenüber. Hierbei ist anzunehmen, daß infolge der Konzentrationstendenzen die Zahl der börsennotierten Firmen in der BRD eher sinken als steigen wird. Von 1965 bis 1966 war z.B. ein Rückgang um 13 Unternehmen festzustellen. In den USA nahmen die börsennotierten Gesellschaften in diesem Zeitraum um die gleiche Zahl zu.

Die amerikanischen Investmentfonds können also einmal bei ihren Anlageentscheidungen unter einer viel größeren Zahl von Gesellschaften wählen als dies den deutschen Fonds möglich ist. Ein anderer Faktor betrifft die mögliche Branchenauswahl. Industriezweige wie die Raumfahrtindustrie, Kosmetik, Kameras, Kopiergeräte, Büromaschinen uew. sind bei uns nicht oder nur in unzureichendem Maße vertreten.

Den amerikanischen Begriff der "Wachstumsindustrie" können wir nur mit Vorbehalt auf einige wenige Branchen, wie z.B. die Chemieindustrie, anwenden.

Aus diesen kurzen Darlegungen geht hervor, daß die amerikanischen mutual funds über bedeutend mehr Anlagealternativen verfügen als die deutschen Gesellschaften auf ihrem Binnenmarkt.²⁹⁴⁾ Die Fonds in den USA können sich bei ihren Operationen ausschließlich auf ihren heimischen Kapitalmarkt stützen. Die deutsche Investment-

19 % bei Brauereien, mit 12 % bei Bau, Steine, Erden, mit 10 % bei der Nahrungs- und Genußmittelindustrie. Insgesamt besaßen die Banken Beteiligungen an börsennotierten Aktiengesellschaften von rd. 848 Millionen DM Nominalwert. Hierin sind nur Beteiligungen von mehr als 5 % enthalten. Zu diesen Beträgen kommen noch die Beteiligungen, die von anderen Stellen gehalten werden. Vgl. hierzu Bericht über das Ergebnis einer Untersuchung der Konzentration in der Wirtschaft v. 29.2.1964 erstattet vom Bundesamt für gewerbliche Wirtschaft Frankfurt/M., Bundestagsdrucksache IV/2320 4. Wahlperiode, S. 38 f.

294) Zur Bedeutung der institutionellen Anleger in den USA vgl. Report 1966, a.a.O., S. 24 f.

Industrie dagegen müßte mehr auf eine Diversifizierung im Ausland bedacht sein. Von einigen deutschen Fonds ist dieser Weg auch schon beschritten worden. So investieren der Atlanticfonds, der Allfonds und der Fonds intervest u.a. in amerikanischen Aktien. Wie aus den o.a. Tabellen hervorgeht, haben diese Fonds noch mit die besten Ergebnisse zu verzeichnen, d.h. ihr Wertzuwachs in fünf Jahren lag über dem des deutschen Aktienindex. Verglichen mit den Resultaten der amerikanischen Gesellschaften während des gleichen Zeitraums zeigt sich aber, daß diese auf ihrem eigenen Markt doch besser operieren können als ihre deutsche Konkurrenz im Ausland.

Die deutschen Investmentgesellschaften müßten daraus den Schluß ziehen, daß sie sich bedeutend stärker personell und organisatorisch am ausländischen, speziell dem amerikanischen Kapitalmarkt engagieren. Wenn schon deutsche Banken im Vertrieb mit amerikanischen Fonds zusammenarbeiten, müßte es auch möglich sein, sich diese Kooperation für die Wertpapiertransaktionen der eigenen Fonds ebenfalls nutzbar zu machen. Hand in Hand damit müßte eine flexiblere Gestaltung der Anlagebedingungen gehen. Viele Fonds sind durch ihre Satzung auf den deutschen Kapitalmarkt in ihrer Anlagepolitik beschränkt. Marktchancen an ausländischen Börsen können sie dementsprechend nicht ausnützen. Das Investmentgesetz steht aber einer derart beweglichen Anlagepolitik nicht im Wege. Wenn zudem steuerrechtliche Beschränkungsfaktoren, wie die Doppelbesteuerung des Aktiengewinns, eine größere Ergiebigkeit des Kapitalmarktes in Deutschland verhindern und damit das Entscheidungsfeld der Investmentgesellschaften einengen, sollten diese wenigstens alle Möglichkeiten für eine äußerst flexible Anlagepolitik ergreifen. Die deutschen KAGs haben zwar die Baisse während der letzten 6 Jahre nicht verursacht; fehlende Zuwachsraten aber ausschließlich auf die Börsenlage zurückzuführen, würde bedeuten, fatalistisch die vorhandenen Chancen nicht wahrzunehmen.

3. Die Wertzuwachsrate als Werbemittel einer Kapitalanlagegesellschaft

Die hervorragenden Wertzuwachsrate wurden verständlicherweise von den amerikanischen Fonds sowohl bei den Präsentationen, den Anlageberatungen, und in den Prospekten als Werbeargument verwendet. Man bediente sich hierbei außerdem des Kumulationseffektes der Wiederanlage der Erträge. Auf Grund der dadurch erzielten Größen wurde der Abstand zu den deutschen Fonds noch deutlicher. Durch gesetzliche Vorschriften sind die amerikanischen Fonds gezwungen, derartige Wachstumstabellen in Werbeschriften ohne jeden wertenden Kommentar zu bringen. Es ist nach dem Gesetz ausdrücklich darauf hinzuweisen, daß die Ergebnisse der Vergangenheit keine Folgerungen für die Zukunft erlauben, es sich weiterhin um eine Periode handelte, in der die Aktienkurse insgesamt gestiegen sind. Versprechungen wie Schutz vor Inflation und dergl. sind verboten.²⁹⁵⁾

Diese engen Vorschriften werden denn auch des Öfteren in der Anlageberatung umgangen bzw. mißachtet. Dies ist aber auf das eigene Fehlverhalten des Vertreters zurückzuführen. Nach unseren Erfahrungen erklären die meisten Vertriebsgesellschaften beim Verkaufstraining eingehend diese gesetzlichen Bestimmungen.

Die amerikanischen Fonds benutzen nicht die Wertsteigerungen der Anteile als solche in ihren Werbeaktionen. Sie beschreiten vielmehr einen Weg, den die deutschen Banken z.B. auf dem Gebiet des Kleinkredits eingeschlagen haben. Hier wird auch nicht der Kredit dem Kunden angeboten, sondern die Möglichkeit, ein neues Auto zu kaufen, Urlaub zu machen oder eine neue Wohnungseinrichtung zu erwerben. Dem Kunden wird dargestellt, was er durch diese Dienstleistung der Bank erreichen kann. Auf dem gleichen Weg befinden sich die amerikanischen mutual funds und deren Vertriebsgesell-

²⁹⁵⁾ Vgl. Training Guide 1965, a.a.O., S. 60 ff.

schaften in der BRD. Es soll hierdurch eine der Hauptschwierigkeiten im Marketing von Investmentfonds umgangen werden. Es handelt sich darum, daß das Produkt, die Dienstleistung des Fonds ohne körperliche Substanz ist, nicht zu greifen ist, in keinem Schaufenster ausgestellt werden kann.²⁹⁶⁾ Es ist außerdem nicht möglich, wie im Industrie- oder Handelsbetrieb, dem Kunden Probenpackungen oder Kostproben von dem zu verkaufenden Artikel zu geben. Johnson schreibt dazu: "The main task of selling a service is to make the intangible product seem real and tangible. Imaginative selling and advertising are required in order to paint a picture that will clearly portray to the prospective buyer what he is being asked to buy. It is important to relate the service to the needs or desires of the consumer."²⁹⁷⁾

Forbes stellt dementsprechend auch fest: "Most fund salesmen tended to sell not the fund or its performance, but an economic objective such as retirement, college education or a trip to Europe."²⁹⁸⁾

Aufgabe der Werbepolitik einer Investmentgesellschaft ist es nicht so sehr, für das Produkt selbst zu werben, sondern für die Vorteile, die man daraus ziehen kann. Die deutschen Fonds haben diesen Weg bis jetzt noch nicht beschritten. Die Arbeitsgemeinschaft deutscher Investmentgesellschaften in Frankfurt könnte hierbei die Leiterin einer derartigen gemeinsamen Werbekampagne sein. Nur stehen einem solchen Vorhaben zwei Faktoren entgegen. Einmal sind die Mitglieder dieser Arbeitsgemeinschaft nach Auskunft des Geschäftsführers einer der größten deutschen KAGs sich untereinander über ihre Ziele noch zu sehr uneinig,

296) Zum Marketing von Dienstleistungen vgl. Stanton, W.J.: Fundamentals of Marketing 2 th Ed. New York 1967, S. 567 ff.

297) Johnson, E.M.: An Introduction to the Problems of Service Marketing Management, University of Delaware, Bureau of Economic and Business Research, Newark, Del. 1964, S. 18.

298) Forbes Mutual Fund Ratings: 1966, a.a.O., S. 51.

als daß hier wirkungsvolle Arbeit geleistet werden könnte. So ist man sich nicht klar darüber, ob die beiden Sparkassenfonds mit einem Marktanteil von zusammen 8 % in eine eventuelle Gemeinschaftswerbung einbezogen werden sollen oder nicht. Angesichts der Aktivität der ausländischen Fonds in der BRD handelt es sich hierbei um einen wirklich "wichtigen" Punkt.

Die deutschen Fonds haben sich außerdem in den letzten Jahren mit dem Einsatz der Werbung sehr zurückgehalten, da ihnen die Erfolge fehlten. Nur ist die Frage, ob hier nicht Ursache und Wirkung verwechselt wurden. Für ein Produkt, das sich mehr oder weniger selbst verkauft, ist Werbung nicht in dem Umfange notwendig wie für einen Artikel, dessen Absatz und Bekanntheitsgrad gering ist. Um ihren Absatz zu steigern, müßten die deutschen Investmentgesellschaften gerade in Baisse-Zeiten verstärkte Werbeaktionen starten. Das Prinzip des kontinuierlichen Kaufes von Zertifikaten gerade bei niedrigen Börsenkursen wäre dabei ein Werbeargument.

Nach Auskunft der Branche ist davon bisher wiederum aus Kostengründen Abstand genommen worden. Aber auch hier wird ein Wandel der Einstellung nötig sein. Denn es sind dabei die Interdependenzen zwischen Vertrieb und Werbung zu beachten.²⁹⁹⁾ Die Arbeit des Anlageberaters wird sehr erleichtert, wenn die Dienstleistungen, die er anbietet, bereits einen bestimmten Bekanntheitsgrad haben und die Werbung ein Image aufgebaut hat. Die Werbungskosten für die Investmentgesellschaften könnten zudem durch eine Kooperation mit den Werbeabteilungen der Gesellschafterbanken gemildert werden. Eine derartige Zusammenarbeit erfolgt sowieso schon auf den Gebieten der Buchhaltung und Erstellung der Kundenabrechnungen. Eine Werbung, die die Bedürfnisse und Wünsche des

299) Vgl. hierzu Beckmann, Th.N. and Davidson, W.R.: Marketing 7th Ed. New York 1962, S. 415 ff.; Jones, M.H.: The Marketing Process. An introduction New York 1965, S. 226 ff.

Kunden in den Vordergrund stellt und den Investmentanteil als Medium hierzu anbietet, ist auch nach dem Wettbewerbsabkommen, dem die Investmentgesellschaften ebenfalls unterliegen, erlaubt.³⁰⁰⁾

Die deutschen Investmentgesellschaften werden sich aber bezüglich der Gestaltung einer neuen Werbekonzeption solange abwartend verhalten, bis das Bundeswirtschaftsministerium seine Untersuchung über die Geschäftstätigkeit der ausländischen Fonds in Deutschland beendet hat.³⁰¹⁾

4. Zusammenfassung

Das bei anderen Branchen wichtige Instrument der Preispolitik kann eine Investmentgesellschaft nur in sehr beschränktem Umfange einsetzen. An seine Stelle tritt die Wertentwicklung des einzelnen Fonds.

Auf Grund der Börsenlage, der Struktur des Kapitalmarktes und der Organisation der Unternehmensführung haben die amerikanischen Fonds einen Vorsprung vor den deutschen Gesellschaften erzielt. Diese Situation ist allerdings nicht unveränderlich. Es wurden Wege und Mittel aufgezeigt, mit Hilfe derer die deutschen Fonds ihre Unternehmensführung effizienter gestalten können. Hierzu zählen vor allem die Ausweitung der Anlagepolitik auf internationale Märkte und ein full-time management der einzelnen Gesellschaften.

300) Vgl. Wettbewerbsabkommen v. 22.12.1936 (Ranz. Nr. 299); Meinzolt, W.: Wettbewerbsbeschränkungen im deutschen Bankgewerbe, Diss. München 1956.

301) Vgl. Investmentvertreter unter Kontrolle, in: FAZ Nr. 206 v. 6.9.1967; Für Reform des Investmentgesetzes, in: FAZ Nr. 182 v. 9.8.1967.

D. Marketing von Investmentgesellschaften - eine abschließende
===== Betrachtung =====
=====

Das Wesen der Dienstleistungen von Investmentgesellschaften hat sich in den letzten Jahren erheblich gewandelt. Von der problemlosen Dienstleistung des Volleinzahlungsprogrammes führte die Entwicklung zu den verschiedenartigsten Produktvariationen, wie Versicherungsschutz, den Abhebungsplan usw. Die "Produkte" der einzelnen Gesellschaften sind in zunehmendem Maße erklärungsbedürftiger geworden. Durch diese Tatsache rückte die persönliche Beratung des Kunden bedeutend stärker in den Vordergrund. Die amerikanischen Investmentgesellschaften mußten dieses Problem in den USA zwangsläufig mit Hilfe des Vertreterereinsatzes lösen. In Deutschland haben ihre Vertriebsgesellschaften daneben die Zusammenarbeit mit dem Bankwesen in den verschiedensten Formen aufgenommen. Die deutschen Investmentgesellschaften sind bis jetzt bezüglich der Dienstleistungen und des Vertriebs in zwei Lager gespalten. Auf der einen Seite steht z.B. der konservative Deutsche Investment-Trust (DIT), der an Dienstleistungen nur das Volleinzahlungsprogramm anbietet und seine Zertifikate ausschließlich über den Bankschalter vertreibt.

Auf der andern Seite stehen die Gesellschaften, die ihr Leistungsangebot erweitert und einen mehrgleisigen Vertrieb aufgenommen haben.

Unabhängig davon, für welche Art des Vertriebs eine KAG sich entscheidet, bleibt das Problem bestehen, daß relativ schwer eine Standardisierung der Dienstleistungen möglich ist. Es wird hierbei nicht so sehr an die Sortimentsauswahl und Produktgestaltung gedacht als vielmehr an die persönliche Beratung des Kunden. Ein salesman berät einen Kunden genauso wenig jedesmal mit der gleichen Qualität wie dies einem Bankangestellten bei der Effek-

tenberatung möglich ist. Diesbezüglich liegt also eine gewisse Heterogenität der Dienstleistung vor. Neben der persönlichen Schulung ist somit die Werbung zur Unterstützung der Verkaufsbemühungen des Anlageberaters von Wichtigkeit. Sie soll mithelfen, ein Firmenimage aufzubauen, das bis zu einem bestimmten Grade unbeeinflussbar ist durch den Leistungsstand des Beratungspersonals. Des weiteren fällt der Werbung die Aufgabe zu, die Unstofflichkeit (intangibility) der Dienstleistung einer Investmentgesellschaft zu überwinden. An ihre Stelle tritt die Leistung als Mittel zur Erfüllung persönlicher Wünsche und Bedürfnisse. Daran muß sich wiederum die Sortiments- und Produktgestaltung ausrichten. Eine den Kundenwünschen angepaßte Sortimentspolitik kann nur betrieben werden, wenn die Investmentgesellschaft Marktforschung betreibt. Bisher ist allerdings noch kein Fall bekannt geworden, daß dergleichen von einer deutschen Gesellschaft durchgeführt wurde. Eine systematische Erforschung des Verbraucher- und Konkurrenzverhaltens wäre vor allem deswegen erforderlich, weil der Wettbewerb im Investmentwesen nicht mit Hilfe der Preispolitik geführt wird. An ihre Stelle treten die Sortiments- und Produktpolitik mit der Werbung und persönlichen Beratung. Dabei entscheidet immer mehr der Kunde, was er als das übliche Leistungsangebot einer Investmentgesellschaft ansieht.

Das Eingehen der deutschen Fonds auf die Dienstleistungspalette der amerikanischen Konkurrenz ist ein Beweis dafür. Das Hauptaugenmerk der Leitung einer Investmentgesellschaft muß sich also auf folgende Punkte richten: Marktanalyse, Planung und Entwicklung von neuen Dienstleistungen, Aufbau eines optimalen Vertriebssystems, Mitarbeiterschulung und Werbung.

Die Verkaufserfolge der amerikanischen Investmentfonds in Deutschland sind somit auf folgende Faktoren zurückzuführen: Der bessere Einsatz des absatzpolitischen Instrumentariums, die verschiedenartige Kapitalmarktstruktur, die unterschiedliche Börsenkursentwicklung und ein anderer Aufbau der Unternehmensleitung. Gesetz-

liche und steuerliche Faktoren sind für den Erfolg der amerikanischen mutual funds nur in geringem Umfang anzuführen.³⁰²⁾³⁰³⁾

Trotz der z.Zt. besseren Effizienz der Marketing-Konzeption der amerikanischen Fonds ist es nicht möglich, darauf aufbauend ein allgemein gültiges, zur Anwendung bereites absatzpolitisches Instrumentarium zu entwickeln. In der Marketing-Konzeption müssen nämlich auch alle diejenigen Einflüsse berücksichtigt werden, die sich aus dem jeweils speziellen, laufenden Veränderungen unterliegenden Lebensraum und der Konkurrenzsituation ergeben. Es erscheint fraglich, ob es je gelingen wird, ein Modell zu entwickeln, in dem alle Bedingungen und Einflußfaktoren enthalten sind und aus dem sich durch Einsetzen dieser Tatbestände eine fertige Lösung ergibt. Entsprechende Bemühungen werden wahrscheinlich immer wieder auf die von Gutenberg entwickelte Formel hinauslaufen, nach der die optimale Kombination der absatzpolitischen Instrumente solange nicht erreicht ist, wie "noch die Absatzwirkung der letzten Kosteneinheit in einer Richtung kleiner ist bzw. als kleiner angenommen wird als die Wirkung der gleichen

302) Die Forderungen von deutscher Seite wegen einer gesetzlichen Regelung der Geschäftstätigkeit ausländischer Fonds in der BRD betreffen vor allem Fonds, die keiner so strengen Aufsicht unterliegen wie die deutschen oder amerikanischen Gesellschaften. Hierunter fallen vor allem die beiden Fonds der IOS, der IIT und der Fund of Funds. Bei diesem kommt noch hinzu, daß Dachfonds in Deutschland nicht aufgelegt werden dürfen. Somit würde eine Unterwerfung unter das KAGG für den Fund of Funds das Ende seiner Geschäftstätigkeit in der BRD bedeuten. Vgl. hierzu Vorschlag zur Ergänzung des § 32 des Gesetzes über das Kreditwesen vom 10.7.1961, unveröffentl. Manuskript der Adig v. 22.6.1966; Kontrolle über Auslandsfonds gefordert, in: HB Nr. 152 v. 9.8.1967; Für Reform des Investment-Gesetzes, in: FAZ Nr. 182 v. 9.8.1967.

303) Als bisher einzige Vertriebsgesellschaft ist die Colon-Anlageberatungsgesellschaft Frankfurt/M. mit Zustimmung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen als Kreditinstitut im Sinne des KWG zugelassen worden. Vgl. Schreiben dieser Gesellschaft an den Verf. v. 4.7.1967; andere amerikanische Vertriebsgesellschaften haben sich ebenfalls für eine Fondsaufsicht ausgesprochen. Vgl. Waddell & Reed für Fondsaufsicht, in: HB Nr. 104 v. 2./3.6.1967.

Kosteneinheit in einer anderen Richtung."³⁰⁴⁾ Diese Feststellung besitzt aber nur theoretischen Wert; denn der Anwendung in der Praxis steht entgegen, daß man bis jetzt noch kein Maß für die Wirksamkeit der einzelnen absatzpolitischen Instrumente gefunden hat. Wir mußten uns daher in der vorliegenden Untersuchung darauf beschränken, die Probleme beim Einsatz des absatzpolitischen Instrumentariums bei Investmentgesellschaften aufzuzeigen und die Richtung anzudeuten, in der das Marketing geht: Den Markt in den Mittelpunkt der betrieblichen Überlegungen zu stellen, um der jeweiligen wirtschaftlichen Entwicklung gerecht zu werden.

304) Gutenberg, E.: Grundlagen II, a.a.O., S. 54.

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
BaWi	Blick durch die Wirtschaft
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BuWe	Business Week
BZ	Börsen-Zeitung
DB	Der Betrieb
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
HB	Handelsblatt
HdSW	Handwörterbuch der Sozialwissenschaften
ICA	Investment Company Act
IK	Industriekurier
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KWG	Kreditwesengesetz
Mio	Millionen
Rh.M.	Rheinischer Merkur
SEC	Securities and Exchange Commission
SZ	Süddeutsche Zeitung
Wpg	Wirtschaftsprüfung
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfhF	Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung
ZfK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen

Literaturverzeichnis

1. Bücher

- Arps, L. Das Versicherungssparen, Frankfurt/M. 1964.
- Alhadeff, D.A. Monopoly and Competition in Banking, Berkeley and Los Angeles 1954.
- Aust, E. Der Wettbewerb in der Bankwirtschaft, Frankfurt/M. 1963
- Baehring, B. Die wahre Geldanschauung, 2. Aufl., München 1966.
- Barocka, E. Investment-Sparen und Investment-Gesellschaften, Stuttgart 1956.
- Baum, G. Schutz und Sicherung des Investors bei Kapitalanlagegesellschaften und Investment-Trusts, Diss. Mainz 1960.
- Behrens, K. Ch. Allgemeine Standortbestimmungslehre, Köln-Opladen 1961.
- vom Berge und Herrendorf, H.S. Der Schutz des Investors, Diss. Köln 1962.
- Bidlingmaier, J. Unternehmerziele und Unternehmerstrategien, Wiesbaden 1964.
- Bleymüller, J. Theorie und Technik der Aktienindizes, Wiesbaden 1966.
- Bruppacher, C. Investment-Trusts, Diss. Zürich 1933.
- Buddeberg, H. Betriebslehre des Binnenhandels, Wiesbaden 1959
- Büschgen, H.E. Wertpapieranalyse, Stuttgart 1966.
- Bullock, H. The story of investment companies, Sec.Ed. New York 1960.

- Converse, P.D. and Huegy, H.W. Elements of Marketing, 7th Ed.
and Mitchell, R.V. Englewood Cliffs, N.Y. 1965.
- Cottle, C.S. and Whitman, W.T. Investment Timing: The Formula
Plan Approach, New York 1953.
- Crisp, D.M. Absatzforschung, Essen 1959.
- Dannemann, W. Struktur und Funktionsweise des
Kapitalmarktes in der Bundes-
republik Deutschland, Diss. Tü-
bingen 1959.
- Doane, C.R. Investment Trusts and Funds.
From the investor's point of
view. Great Barrington Mass. 1966.
- Düchting, H. Liquidität und unternehmerische
Entscheidungsmodelle, Diss.
München 1965.
- Ebner von Eschenbach, H. Die Rechte des Anteilinhabers
nach dem Gesetz über Kapitalanla-
gegesellschaften, Diss. Nürnberg
1960.
- Engels, W. Betriebswirtschaftliche Bewer-
tungslehre im Lichte der Ent-
scheidungslehre, Köln-Opladen
1962.
- Engler, G.W. Vor Aktien wird gewarnt, München-
Bern-Wien 1967.
- Fisk, G. Marketing Systems. An introduc-
tory Analysis, New York - Evan-
stone - London-Tokyo 1967.
- Frank, V.C. Zur Problematik der Investment-
Trusts, Zürich 1961.
- Goldschmidt, R.F. Investment-Trust in Deutschland,
Diss. Heidelberg 1932.
- Granville, J.E. A Strategy of Daily Stock Market
Timing for Maximum Profit
Englewood Cliffs, N.J. 1960.
- Gutenberg, E. Unternehmensführung, Organisa-
tion und Entscheidungen, Wies-
baden 1962.

- Gutenberg, E. Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Zweiter Band "Der Absatz", 8. Aufl., Berlin-Heidelberg-New York 1965.
- Hagenmüller, F. Der Bankbetrieb, Band III Rechnungswesen-Bankpolitik, Wiesbaden 1964.
- Heinen, E. Das Zielsystem der Unternehmung, Wiesbaden 1966.
- Hellerich, P. Der Stand des Trustgeschäftes in den Vereinigten Staaten von Amerika und die Möglichkeiten der Anwendung dieser Geschäftssparte in der Bundesrepublik Deutschland, - Eine Untersuchung in betriebswirtschaftlicher Sicht, Diss. München 1965.
- Hintner, O. Das Treuhandwesen in der deutschen Volkswirtschaft, München-Berlin-Leipzig 1926.
- Hoffmeister, J. Wörterbuch der philosophischen Begriffe, 2. Aufl., Hamburg 1955.
- Huber, W. Investment-Gesellschaften in Deutschland, Diss. Wien 1958.
- Hügi, B. Der amerikanische Investment-Trust, Diss. Bern 1936.
- Jordan, D.F. and Dougall, H.E. Investments 7th Ed. Englewood Cliffs, N.J. 1960.
- Jakob, H. Preispolitik, Wiesbaden 1963.
- Johnson, E.M. An Introduction to the Problems of Service Marketing Management, University of Delaware, Bureau of Economic and Business Research Newark, Del. 1964.
- Jones, M.H. The Marketing Process. An introduction, New York 1965.
- Kawan, A. Marktforschung, Absatzpolitik und Werbung als betriebswirtschaftliche Hauptprobleme einer Investmentgesellschaft, Diss. München 1958.

- Kilgus, E. Kapitalanlagegesellschaften, Investment-Trusts, Diss. Freiburg/Br. 1929.
- Kirsch, W. Gewinn- und Rentabilitätsmaximierung als Determinanten des Unternehmungsgleichgewichtes, Diss. München 1964.
- Knoblich, G. Die Rechtsverhältnisse bei den Investmentgesellschaften, insbesondere die rechtliche Stellung der Inhaber von Anteilscheinen, Diss. Erlangen 1953.
- Koch, H. Betriebliche Planung, Grundlagen und Grundfragen der Unternehmenspolitik, Wiesbaden 1961.
- Krümmel, H.J. Bankzinsen - Untersuchungen über die Preispolitik von Universalbanken, Köln 1964.
- Leffler, G.L. and Farwell, L.C. The Stock Market 3th rev. Ed., New York 1963.
- Liefmann, R. Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften, 5. Aufl., Jena 1931.
- Linhardt, H. Die britischen Investment-Trusts, Berlin-Wien 1935.
- Loll, L.M. and Buckley, J.G. The Over-the Counter Securities Markets Englewood Cliffs, N.J. 1961.
- Meinzolt, W. Wettbewerbsbeschränkungen im deutschen Bankgewerbe, Diss. München 1956.
- Mellerowicz, K. Unternehmenspolitik, Band II, Freiburg/Breisgau 1963.
- Möller, H. Kalkulation, Absatzpolitik und Preisbildung, Nachdruck, Tübingen 1962.
- Mollet, W. Schweizerische Investment-Trusts, Diss. Bern 1942.

- Nowak, R. Der Finanzmarkt New York, Köln-Opladen 1967.
- Obst, G./Hintner, O. Geld-, Bank- und Börsenwesen, 35. Aufl., Stuttgart 1963.
- Offner, M. Die kapitalwirtschaftliche Funktion der Holdinggesellschaften und Investment-Trusts unter besonderer Berücksichtigung ihrer Besteuerung, Diss. Frankfurt/M. 1933.
- Parker, D.D. The Marketing of Consumer Service, Seattle 1960
- Persé, H.J. Die Partner-Investmentgesellschaft, Wiesbaden 1962.
- Rädler, A.J. und Raupach, A. Deutsche Steuern bei Auslandsbeziehungen, München-Berlin 1966.
- Rinsoz, A. Zur Rechnungsführung der Investment-Trusts, Diss. Zürich 1952.
- Sandig, C. Betriebswirtschaftspolitik, 2. Aufl., Stuttgart 1966.
- Schäcker, H.E. Entwicklung und System des Investmentsparens, Frankfurt/M. 1961.
- Schadt, D. Entwicklung, Funktionsweise und volkswirtschaftliche Bedeutung des Investment-Sparens, Diss. Basel 1960.
- Schimrock, H. Arbeitsweise, Zielsetzung und Möglichkeiten der deutschen Investmentgesellschaften, Diss. Berlin 1960.
- Seischab, H. Investment-Trusts. Versuch einer Theorie und Systematik der Kapitalwertungsbetriebe, Stuttgart 1931.
- Senn, W. Die westdeutschen Investmentgesellschaften als Mittel zur Förderung der Kapitalmarktpolitik, Diss. Stuttgart 1959.

VI

- | | |
|-------------------|--|
| Simon, D.A. | Mutual funds. A training guide, New York 1964. |
| Stackelberg, H.v. | Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre, Zürich-Tübingen 1951. |
| Stanton, M.J. | Fundamentals of Marketing 2th Ed., New York 1967. |
| Süchting, J. | Kalkulation und Preisbildung der Kreditinstitute, Frankfurt/M. 1963. |
| Sundhoff, E. | Absatzorganisation, Wiesbaden 1958. |
| Tomlinson, L. | Practicals Formulas for Successful Investing, New York 1953. |
| Tormann, W. | Die Investmentgesellschaften, Frankfurt/M. 1964. |
| Udell, G.G. | Laws relating to Securities Commission, Exchanges and Holding Companies, Washington D.C. 1964. |
| Walter, H. | Machtzusammenballung und Vermögensbildung durch Investmentgesellschaften, dargestellt an der Entwicklung in Deutschland, der Schweiz, den Niederlanden und den USA, Neuwied am Rhein, Berlin-Spandau 1963. |
| Wiethölter, R. | Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht, Karlsruhe 1961. |
| Wittmann, W. | Unternehmung und unvollkommene Information, Köln-Opladen 1959. |
| Worret, F. | Bankpolitik als Machtfrage, Berlin 1955. |

2. Beiträge in Sammelwerken und Festschriften

- Achterberg, E. u.a. Vereinigte Staaten von Amerika, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Band 2, Hrsg. Palyi, M. und Quittner, P., Frankfurt/M. 1957, S. 1.557-1.596.
- Carter, W.D. The Quality of Mutual Fund Portfolio Supervision, in: Readings in financial analysis and investment management Ed. by Lerner, F.M., Homewood/Ill. 1963, S. 476-485.
- Fischer, A.J. Marketing als Instrument der Unternehmensführung, in: Absatzwirtschaft, Hrsg. Hessenmüller, B. und Schnauffer, E., Baden-Baden 1964, S. 69-84.
- Früstück, E.C.H. Investment-Gesellschaften, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Band 2, Hrsg. Palyi, M. und Quittner, P., Frankfurt/M. 1957, S. 908-912.
- Gross, H. The Utilization of the Marketing Concept in German Industry, in: New Directions in Marketing Ed. by Webster jr., F.E., Chicago 1965, S. 693-699.
- Hintner, O. Zum Liquiditätsproblem der Geschäftsbanken, in: Der Betrieb in der Unternehmung - Festschrift für Wilhelm Rieger, Stuttgart 1963, S. 396-421.
- König, R. Herrschaft, in: Soziologie, Hrsg. König, R., Frankfurt/M. 1958.
- Linhardt, H. Kapitalanlagegesellschaften, in: HdSW, Band 5, 1. Aufl., Stuttgart 1956, S. 499-507.
- Mortlock, E.M. The Savings and Loan View, in: New Directions in Marketing Ed. by Webster jr., F.E., Chicago 1965, S. 723-728.

- Recktenwald, H.C. Zur Lehre von den Marktformen,
in: Preistheorie, Hrg. Ott, A.E.,
Köln-Berlin 1965, S. 62-84.
- Rittershausen, H. Vermögensanlage, in: Wirtschaft,
Hrg. Rittershausen, H., 3. Aufl.,
Frankfurt 1961, S. 243-254.
- O.V. Holding-Gesellschaften, in:
Enzyklopädisches Lexikon für das
Geld-, Bank- und Börsenwesen,
Band 1, Hrg. Palyi, M. und
Quittner, P. Frankfurt/M. 1957,
S. 802-804.

3. Untersuchungsberichte

- A Study of Mutual Funds. Prepared for the Securities and
Exchange Commission by the Wharton
School of Finance and Commerce,
Washington D.C. 1962.
- Report of the Securities and Exchange Commission on the Public
Policy Implications of Investment Company Growth, Washington D.C.
1966.
- Report of the special study of securities markets of the Securi-
ties and Exchange Commission Part 4, Washington D.C. 1963.
- Bericht über das Ergebnis einer Untersuchung der Konzentration
in der Wirtschaft v. 29.2.1964, erstattet vom Bundesamt für
gewerbliche Wirtschaft, Frankfurt/M., Bundestagsdrucksache
IV/2320, 4. Wahlperiode.

4. Beiträge in deutschsprachigen Zeitschriften mit Verfasser- angabe

- Achterberg, E. Schweizer Investment-Trusts, in:
ZfK 1950, S. 434-436.
- Baehring, B. Begehrte US-Zertifikate, in:
Rh.M. Nr. 13, v. 25.3.1966.

- Baehring, B. Investment auf amerikanisch, in: Rh.M. Nr. 9, v. 26.2.1965.
- ders. Hauptversammlungs-Impressionen, in: ZfK 1965, S. 320-321.
- Beyer-Fehling, H. Das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, in: ZfK 1957, S. 328-329.
- ders. Die zweite Novelle zum Investment-Gesetz, in: ZfK 1965, S. 128-129.
- Brestel, H. Investment-Invasion aus Übersee, in: FAZ Nr. 185, v. 12.8.1967.
- ders. Der Einbruch der Broker, in: FAZ Nr. 108, v. 11.5.1967.
- Brüggemann, E. Brauchen die deutschen Fonds neue Ideen?, in: Der Volkswirt, Nr.10, v. 10.3.1967, S. 380-384.
- Bruns, G. Die börsenmäßige Handelbarkeit von Investment-Zertifikaten, in: ZfK 1963, S. 144-145.
- Büschgen, E. Dynamische Anlageplanung am Aktienmarkt, in: Die AG 1962, S. 146-154.
- Caemmerer, E.v. Kapitalanlage- und Investmentgesellschaften, in: Juristenzeitung, Nr. 2, v. 20.1.1958.
- Callmann, H.W. Die neue Steuergesetzgebung der USA zugunsten ausländischer Investoren, in: DB 1967, S. 95-96.
- Debatin, H. Die Revision des deutsch-amerikanischen Doppelbesteuerungsabkommens (Teil II), in: DB 1965, S. 1754-1760.
- Deuble, A.H. Die amerikanischen Closed-End Funds, in: BdWi Nr. 50, v. 28.2.1963.
- Dürre, G. Investmentsparen und Investmentgesellschaften, in: Die Sparkasse 1956, S. 219-223.

- Faehndrich, H. Die Gewinnmaximierung im Bankbetrieb, in: Österreichisches Bankarchiv 1962, S. 122-126.
- Gericke, K. Rechtsfragen zum Investmentsparen, in: DB 1959, S. 1276-1278.
- Gnieser, G. Vorteile des Investmentsparens, in: SZ Nr. 246, v. 14.10.1963.
- Hahn, O. Das absatzpolitische Instrumentarium der Depositenbanken, in: Österreichisches Bankarchiv 1966, S. 326-344.
- ders. Die Substitutionskonkurrenten der Universalbanken, in: BFuP 1966, S. 503-516.
- Ittensohn, J. Die Investment-Trusts hüben und drüben, in: ZfK 1960, S. 925.
- Jung, K. Den Anlegerwünschen angepaßt, in: Der Volkswirt Nr. 10, v. 10.3.1967, S. 382-384.
- Kerscher, W. Die Besteuerung der Investment-Gesellschaften und deren Zertifikatsinhaber, in: Die AG 1959, S. 280-284.
- Klug, O. Volksaktien und Investmentsparen - vom Staat und vom Staatsbürger aus gesehen -, in: Die AG 1959, S. 163-167.
- Klusak, B. Mit den Kaufspesen ist es nicht getan, in: HB Nr. 175, v. 13.9.1966.
- ders. Investment-Spesen sind nicht zu hoch, in: HB Nr. 63, v. 24.4.1963.
- Koch, W. Der Kombinationsfund, in: DB, Beilage Nr. 22, v. 4.12.1964, S. 15-16.
- ders. Wer von Kapitalerträgen leben will, in: HB Nr. 177, v. 15.9.1964.
- ders. Investment-Sparpläne ohne Bindung, in: HB Nr. 63, v. 2.4.1963.

- Kreikebaum, H. Neuere Entwicklungstendenzen auf dem Gebiet der Organisations-
theorie, in: ZfB 1965, S. 663-683.
- Lemke, B. Amerikanische Investmentfonds,
in: DB, Beilage Nr. 22, v.
4.12.1964, S. 14-15.
- ders. "Investmentfonds von Investment-
fonds", in: HB, Nr. 48, v.
10.3.1964.
- ders. Wie leben Sie von Ihren Kapital-
erträgen, in: Niedersächsisches
Ärzteblatt Nr. 2, Febr. 1965.
- ders. Neue Wege zur Altersversorgung
der Handelsvertreter, in: Der
Industrie- und Handelsvertreter,
Nr. 20, v. 15.10.1963.
- Liefmann, R. Effektersubstitution, in: ZfB
1931, S. 489-506.
- Lipfert, H. System einer theoretischen Bank-
betriebspolitik, in: ZfK 1963,
S. 374-376.
- Lippens, W. Idealfonds bleibt Wunschtraum,
in: Die Zeit Nr. 41, v. 9.10.1959.
- Martens, K. Zahlt der Investmentsparer zu-
viel Spesen?, in: FAZ Nr. 166,
v. 20.7.1962.
- Matthiensen, E. Investmentsparen als neue Auf-
gabe, in: ZfK 1956, S. 356-358.
- Morenz, A. Höhere Standards - weniger Kosten,
in: HE Nr. 236, v. 9./10.12.1966.
- Nieschlag, R. Was bedeutet die Marketing-Kon-
zeption für die Lehre von der
Absatzwirtschaft?, in: ZfhF,
N.F. 1963, S. 549-559.
- Orth, G. Die Anlagepolitik der Invest-
mentgesellschaften, in: Das Wert-
papier 1964, S. 367-369.
- ders. Die Entwicklung der Investment-
fonds, in: Das Wertpapier 1965,
S. 283-287.

- Ost, H.D. Investment-Chancen, in: Rh.M., Nr. 11, v. 11.3.1966.
- Perridon, L. Die Societé d' investissement in Frankreich, in: Österreichisches Bankarchiv 1956, S. 46-61.
- Rado, A.R. und Killius, J. Neuerungen im amerikanischen Steuerrecht und deren Auswirkungen auf das deutsch-amerikanische Doppelbesteuerungsabkommen, in: Die AG 1967, S. 65-71.
- Kaida, H. Geschickte Gelddisposition hilft Gewinne steigern, in: IK Nr. 119, v. 10.8.1967.
- Rasch, H. Steuerfragen um ausländische Investment-Zertifikate, in: ZfK 1965, S. 892-893.
- Reimann, W. Mehr Bargeld in den Investment-Portefeuilles, in: HB Nr. 183, v. 24.11.1962.
- Rosenstiel, F.H. Kritik am amerikanischen Investment-Sparen, in: FAZ Nr. 293, v. 18.12.1963.
- ders. Sind Investmentanteile eine gute Kapitalanlage?, in: FAZ Nr. 224, v. 26.9.1962.
- Schleicher, H. Der Wettbewerb im deutschen Kreditgewerbe, in: Österreichisches Bankarchiv 1962, S. 206-227.
- Schmitz, H. Ein Eheangebot ohne Gegenliebe. Die Lebensversicherer wollen keine Investmentanteile verkaufen, in: HB Nr. 96, v. 21.5.1966.
- Securius Auf den Nutzen kommt es an, in: Die Zeit Nr. 6, v. 10.2.1967.
- ders. Fonds auf fremden Pfaden, in: Die Zeit Nr. 1, v. 6.1.1967.
- ders. Zu hohe Spesen für Investment-Zertifikate, in: Die Zeit Nr. 38, v. 16.11.1960.

- Securius Amerikaner in Deutschland, in: Die Zeit Nr. 48, v. 26.11.1965.
- ders. Amerikanische Investment-Fonds bei uns, in: Die Zeit Nr. 17, v. 24.4.1960.
- ders. Die neue Politik der Fonds, in: Die Zeit Nr. 8, v. 19.2.1965.
- Spohr, H. Das Prinzip der Gewinnmaximierung in seiner Bedeutung für die Kreditinstitute, in: Das österreichische Bankarchiv 1959, S. 337-346.
- Steinberg, H. Wie lohnt sich das Investment-Sparen?, in: Die Zeit Nr. 39, v. 25.9.1959.
- Stützel, W. Konkurrenzfragen des Kreditgewerbes, in: ZfK 1960, S. 810-812.
- Teuber, H.J. Neue Wege zur wertbeständigen Vermögensbildung, in: Die Wpg, Nr. 16, v. 15.8.1967, S. 422-424.
- Tormann, W. Investmentsparen und Versicherung, in: ZfK, 1967, S. 18-19.
- Ungerer, M. Das amerikanische Investmentfonds-Geschäft, in: BdWi Nr. 279, v. 29.11.1960.
- Wiesmann, A. Lohnt sich Investmentsparen?, in: Rh.M. Nr. 50, v. 10.12.1965.
- Wendt, K. IOS - ein Fall für Interpol, in: Die Zeit Nr. 9, v. 3.3.1967.
- Zimmerer, C. Der Markt für Bankleistungen, in: WuW 1957, S. 350-355.
5. Beiträge in deutschsprachigen Zeitschriften ohne Verfasserangabe
- o.V. Adig arbeitet mit Wüstenrot zusammen, in: SZ Nr. 189, v. 9.8.1967.

- o.V. Adig geht neue Wege im Fonds-Vertrieb, in: SZ Nr. 299, v. 15.12.1966.
- o.V. Adig-Fonds künftig an der "Haustür", in: FAZ Nr. 291, v. 15.12.1966.
- c.V. Adig-Plan ohne Versicherungsgrenze, in: HB Nr. 183, v. 21.9.1967.
- o.V. Aktienindex und Investmentzertifikate, in: IK Nr. 139, v. 8.9.1964.
- o.V. Amerikanischer "Großhandel" in Aktien, in: IK Nr. 8, v. 18.1.1966.
- o.V. Auflockerung am Markte der Investment-Zertifikate, in: BZ Nr. 216, v. 8.11.1961.
- o.V. Bache-Bank eröffnet, in: HB Nr. 89, v. 10.5.1967.
- o.V. Beamtenversicherung deckt Channing-Sparpläne ab. Zusammenarbeit im Vertrieb vereinbart, in: HB Nr. 97, v. 23.5.1967.
- o.V. BfG zum Transfer-Agent bestellt, in: HB Nr. 185, v. 25.9.1967.
- o.V. Börsenhandel bei Investmentzertifikaten?, in: IK Nr. 23, v. 12.2.1963.
- o.V. Der Aktienbesitz der deutschen Investmentfonds, in: FAZ Nr. 303, v. 31.12.1962.
- o.V. Deutsche Investmentgesellschaften im Wandel, in: ZfK 1967, S. 210.
- o.V. Der erste Branchen-Investmentfonds hatte einen guten Start, in: BdWi Nr. 36, v. 12.2.1962.
- o.V. Die Ausschüttungspolitik von Investment-Gesellschaften, in: BZ Nr. 209, v. 29.10.1960.

- o.V. Die Deutsche Bank gibt sich zuversichtlich, in: SZ Nr. 251, v. 20.10.1966.
- o.V. Die Investment-Käufer schreckte die Baisse nicht, in: FAZ Nr. 244, v. 20.10.1966.
- o.V. Die Pläne der IOB-Organisation in Deutschland, in: Die Zeit Nr. 159, v. 13.7.1967.
- o.V. Die Sparkassenfonds schütten weniger aus, in: FAZ Nr. 27, v. 1.2.1967.
- o.V. Die Spesen der US-Fonds sind zu hoch, in: HB Nr. 156, v. 15.8.1967.
- o.V. Effekten per Katalog, in: HB Nr. 139, v. 21./22.7.1967.
- o.V. Einkommensteuerliche Behandlung der Wertsteigerungen bei Anteilen an ausländischen Wachstums-Investmentfonds, in: Fachnachrichten des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V., Nr. 7, v. 28.7.1967, S. 79.
- o.V. Ein neuer Investmentfonds, in: ZfK 1963, S. 691.
- o.V. Founders nimmt Wachstumsfonds auf, in: SZ Nr. 47, v. 24.2.1967.
- o.V. Für Reform des Investment-Gesetzes, in: FAZ Nr. 182, v. 9.8.1967.
- o.V. Gegen Auswüchse in der Werbung, in: IK Nr. 24, v. 14.2.1967.
- o.V. Großbanken-Fonds durch Wüstenrot?, in: HE Nr. 153, v. 10.8.1967.
- o.V. Investment an der Haustür, in: HB Nr. 177, v. 14.9.1965.
- o.V. Investment-Angebot erweitert, in: HB Nr. 182, v. 20.9.1967.

- o.V. Investmentehe Revere-Münchener Leben, in: HB Nr. 169, v. 1./2.9.1967.
- o.V. Investmentsparen mit Lebensversicherung, in: BdWi Nr. 44, v. 21.2.1967.
- o.V. Investment-Sparen mit Risiko-Lebensversicherung, in: FAZ Nr. 37, v. 13.2.1967.
- o.V. Investment-Sparen über Reader's Digest, in: FAZ Nr. 219, v. 21.9.1967.
- o.V. Investment-Zertifikate im Hausierhandel, in: SZ Nr. 273, v. 15.11.1965.
- o.V. IOS vergleicht sich mit Börsenaufsicht, in: HB Nr. 101, v. 30.5.1967.
- o.V. Keine Investmentanteile mehr über Vertreter, in: FAZ Nr. 236, v. 8.10.1960.
- o.V. Konjunkturdämpfung vorweggenommen?, in: HB Nr. 202, v. 20.10.1966.
- o.V. Kontrolle über Auslandsfonds gefordert, in: HB Nr. 152, v. 9.8.1967.
- o.V. Mutual Funds, in: BZ Nr. 200, v. 9.10.1959.
- o.V. Neckermann-Fonds, in: Der Spiegel Nr. 37, v. 4.9.1967, S. 46-47.
- o.V. Neckermann bietet fünf Investmentfonds an, in: SZ Nr. 190, v. 10.8.1967.
- o.V. Neckermann denkt nicht an eigene Bank, in: HB Nr. 157, v. 16.8.1967.
- o.V. Neuer Investmentfonds Adiverba, in: ZfK 1963, S. 594.

XVII

- o.V. Neue Vertriebsformen für Investmentzertifikate, in: IK Nr. 121, v. 15.8.1967.
- o.V. Prüfstelle wünschenswert, in: BZ Nr. 201, v. 19.10.1966.
- o.V. SEC kritisiert Investment-Sparverträge, in: FAZ Nr. 177, v. 3.8.1967.
- o.V. Über 21 Mill. Concentra-Anteile ausgegeben, in: IK Nr. 24, v. 14.2.1967.
- o.V. Variationsfähige US-Investmentfonds, in: IK Nr. 157, v. 9.10.1965.
- o.V. Verkaufserfolge ausländischer Fonds, in: BdWi Nr. 163, v. 18.7.1966.
- o.V. Vom Universal- zum Spezialfonds, in: BZ Nr. 18, v. 26.1.1962.
- o.V. Waddell & Reed für Fonds-Aufsicht, in: HB Nr. 104, v. 2./3.6.1967.
- o.V. Zur Liquiditätspolitik der Investmentfonds, in: BZ Nr. 226, v. 23.11.1962.

6. Beiträge in amerikanischen Zeitschriften mit Verfasserangabe

- Loomis, C.J. The SEC has a little list, in: Fortune, Jan 1967, S. 111-115 und S. 152-158.
- Louis, A.M. The Mutual Funds have the Votes, in: Fortune, Mai 1967, S. 150-153 und S. 205-207.

7. Beiträge in amerikanischen Zeitschriften ohne Verfasserangabe

- o.V. Adding up the damage of SEC market study, in: BuWe, v. 17.8.1963, S. 88-96.
- o.V. Bache gets it foot in the door, in: BuWe, v. 20.5.1967, S. 104-112.
- o.V. Forbes Mutual Fund Ratings, 1966, in: Forbes, v. 15.8.1966, S. 51-60.
- o.V. Foreign beachhead on U.S. funds, in: BuWe, v. 12.6.1965, S. 146-152.
- o.V. Growth funds catch on, in: BuWe, v. 15.7.1961, S. 91-94.
- o.V. How U.S. funds lure overseas investors, in: BuWe, v. 31.12.1966, S. 66-68.
- o.V. Investors Overseas Services is accused of selling unregistered securities in U.S., in: The Wall Street Journal, v. 8.2.1966.
- o.V. Mutual funds under probing knife, in: BuWe, v. 1.9.1962, S. 68-70.
- o.V. Mutual funds warm for a fight, in: BuWe, v. 17.6.1967, S. 149.
- o.V. Putting the heat on fund directors, in: BuWe, v. 7.3.1964, S. 88.
- o.V. SEC probe: no sparks but hints of reform, in: BuWe, v. 12.5.1967, S. 120-122.
- o.V. SEC tackles Swiss Fund, in: BuWe, v. 12.2.1966, S. 128-130.
- o.V. SEC vs. mutual funds: Congress will decide, in: BuWe, v. 10.12.1966, S. 147-150.

XIX

- o.V. The fight on mutual fund fees,
in: BuWe, v. 16.12.1961,
S. 110-112.
- o.V. The tactics that win the extra
nickel, in: BuWe, v. 19.8.1967,
S. 76-83.
- o.V. Wall Street must it defense, in:
BuWe, v. 27.7.1963, S. 84-86.

8. Statistische Werke

Mutual fund fact book 1966. Ed. by Investment Company Institute,
New York 1966.

New York Stock Exchange Fact Book 1967. Ed. by New York Stock
Exchange, Mai 1967.

Investment Companies 1967. Mutual funds and other types. Ed. by
A. Wiesenberger, 27th Ed., New York 1967.

Statistisches Jahrbuch 1967, Hrag. Statistisches Bundesamt,
Wiesbaden 1967.

Vademecum der Investmentfonds 1967, Hrag. Hoppenstedt-Verlag,
7. Aufl., Darmstadt-Berlin-Essen-Haarlem-Wien 1967.

9. Sonstiges Quellenmaterial

Deka-Zuwachs-Konto, Gedanken und Verfahren, Sonderdruck aus dem
Handbuch für Anlageberatung, o.O., o.J.

v. Finck: Das schärfste Gesetz der Welt, Düsseldorf, o.J.

Aktuelle Fragen des Investmentsparens, Beilage zu den Wirtschafts-
lichen Mitteilungen der Deutschen Bank AG, Nr. 6, Dez. 1962.

Rund um die Börse 1966, Broschüre der Commerzbank AG.

Investment Company Shares. An Aid to Bankers and Trust Officers.
Ed. by Investment Company Institute, New York 1964.

Management Investment Companies. Ed. by Investment Company Institute Sec. Ed. Englewood Cliffs, N.J. 1963.

Mutual fund shares. An aid to profit sharing and pension plans. Ed. by Investment Company Institute, New York, o.J.

Training Guide 1965. Ed. by National Association of Securities Dealers, Inc. Washington D.C. 1965.

Reprint of the Manual. Ed. by National Association of Securities Dealers, Inc. Washington D.C. 1967.

Untersuchungsbericht der SEC gegen die IOS v. 3.2.1966, Administrative Proceeding File, No: 3-497.

Bekanntmachung der Schweizerischen Bankiervereinigung in Sachen IOS, v. 7.2.1967, Nr. 3569 Z.

Fragen und Antworten zum Adig-Aufbauplan mit Versicherungsschutz, unveröffentl. Manuskript, v. 15.3.1967.

Stützer, R.: Geldanlage in amerikanischen Investmentpapieren, unveröffentl. Manuskript, v. 1.8.1967.

Vorschlag zur Ergänzung des § 32 des Gesetzes über das Kreditwesen vom 10.7.1961, unveröffentl. Manuskript der Adig, v. 22.6.1966.

Associate Commission Schedule, unveröffentl. Manuskript der IOS, v. Juni 1966.

IOS - Managers Report, unveröffentl. Manuskript, v. 11.4.1966.

Monatsberichte der Deutschen Bundesbank.

Geschäftsberichte und Prospekte der einzelnen Investmentgesellschaften.

Schreiben der Colon-Anlageberatungsgesellschaft, Frankfurt/M. und des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bauwesen an den Verf.

Mündliche Auskünfte von deutschen Investmentgesellschaften und amerikanischen Vertriebsgesellschaften in der BRD.

Verschiedene Gesetze und Verordnungen.

Lebenslauf

Am 28.12.1940 wurde ich, Peter Penzkofer, als Sohn des technischen Verkaufsberaters Josef Penzkofer und seiner Ehefrau Friedl, geb. Klein, in München geboren.

Von 1947 - 1951 besuchte ich die Volksschule in München.
1960 bestand ich am humanistischen Ludwigs-Gymnasium in München das Abitur.

Anschließend begann ich bei der Dresdner Bank AG in München eine Lehre als Bankkaufmann. Nach der Ablegung der Kaufmannsgehilfenprüfung vor der Industrie- und Handelskammer in München nahm ich an der Ludwig-Maximilians-Universität in München im Winter-Semester 1962/63 das Studium der Betriebswirtschaftslehre auf.

Nach 7 Semestern bestand ich im Frühjahr 1966 das Examen für Diplom-Kaufleute.

Danach begann ich mit der Promotion.

Seit März 1967 bin ich Mitarbeiter am Seminar für Bankwirtschaft von Prof. Dr. O. Hintner.

München, den 30.9.1967

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit ehrenwörtlich, daß ich die vorliegende Arbeit selbständig angefertigt habe; die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche gekennzeichnet.

Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

München, den 30. Sept. 1967

BAMBERGER FOTODRUCK · RUDOLF RODENBUSCH
8600 BAMBERG - Markusplatz 22 · Telefon: 0951/26794